



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

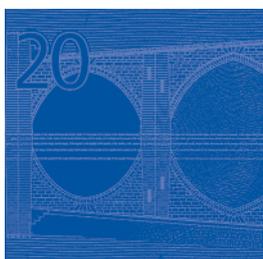
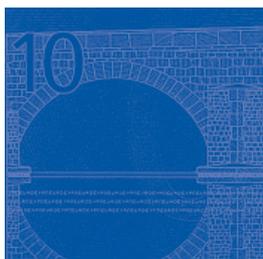
**BOLETÍN MENSUAL
OCTUBRE**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 2012

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

© Banco Central Europeo, 2012

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

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 2 de octubre 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	11
Evolución monetaria y financiera	21
Precios y costes	40
Producto, demanda y mercado de trabajo	49

Recuadros

1 Conformidad de las operaciones monetarias de compraventa con la prohibición de financiación monetaria	7
2 Evolución del mercado de la vivienda en China	15
3 El impacto de unos tipos de interés muy bajos en la dinámica monetaria	22
4 Evolución reciente de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo	41
5 Precio de las acciones y crecimiento económico	50

ARTÍCULOS

Liquidez global: conceptos, medidas e implicaciones desde la perspectiva de la política monetaria	59
Los mercados de trabajo de la zona del euro y la crisis	75

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO **SI**

ANEXOS

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

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de octubre, 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. Debido a los elevados precios de la energía y a la subida de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro, se espera que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2% durante 2012, pero que vuelvan a situarse por debajo de ese nivel durante el año próximo y que se mantengan compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Conforme a este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación para la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo. Se espera que el crecimiento económico de la zona del euro siga siendo débil, en un contexto en que las tensiones existentes en algunos mercados financieros de la zona del euro y una elevada incertidumbre siguen lastrando la confianza y el clima económico. Las decisiones del Consejo de Gobierno en relación con las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) han contribuido a relajar dichas tensiones durante las últimas semanas, reduciendo la preocupación sobre la materialización de escenarios destructivos. En este momento es esencial que los Gobiernos sigan dando los pasos necesarios para reducir los desequilibrios presupuestarios y estructurales y perseveren en la aplicación de medidas de reestructuración del sector financiero.

El Consejo de Gobierno del BCE mantiene firmemente su compromiso de preservar el carácter único de su política monetaria y de garantizar la transmisión adecuada de su orientación a la economía real en el conjunto de la zona del euro. Las OMC permitirán al Consejo de Gobierno, cuando las condiciones sean apropiadas, disponer de un mecanismo de contención plenamente eficaz para evitar escenarios destructivos que pudieran comprometer seriamente la estabilidad de precios en la zona del euro. El Consejo de Gobierno actúa estrictamente conforme a su mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo; el Consejo

de Gobierno actúa con independencia al determinar la política monetaria; y el euro es irreversible.

El Consejo de Gobierno está preparado para ejecutar OMC cuando se den los prerequisites necesarios. El Consejo de Gobierno considerará la posibilidad de efectuar OMC en la medida en que estén justificadas desde la perspectiva de la política monetaria, siempre que se respete plenamente la condicionalidad del programa, y pondrá fin a ellas cuando alcancen sus objetivos o en caso de incumplimiento del programa. No se realizarán OMC mientras se esté revisando un programa concreto y se reanudarán tras el período de revisión, cuando quede comprobado el cumplimiento del programa.

En lo que respecta al análisis económico, la tasa intertrimestral del PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas, confirman la continuación de la debilidad de la actividad económica en el tercer trimestre de 2012, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre. El Consejo de Gobierno prevé que la economía de la zona del euro seguirá débil a corto plazo y que posteriormente se recuperará de forma muy gradual. Aunque el dinamismo del crecimiento viene respaldado por las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno, se espera que siga viéndose frenado por el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, las elevadas tasas de desempleo, y la desigual recuperación de la economía mundial.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, y se relacionan, en particular, con las tensiones presentes en algunos mercados financieros de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona. Estos riesgos deben contenerse mediante la actuación eficaz de todos los responsables de las políticas de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el

IAPC se situó en septiembre de 2012 en el 2,7%, frente al 2,6% del mes anterior; este valor es superior al esperado y refleja principalmente los pasados incrementos de los impuestos indirectos y de los precios de la energía denominados en euros. Considerando los actuales precios de los futuros del petróleo, las tasas de inflación podrían mantenerse en niveles elevados y descender nuevamente por debajo del 2% durante el año próximo. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas. Por tanto, los niveles actuales de inflación deberían ser transitorios y no producir efectos de segunda vuelta. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de la evolución de los costes, los salarios y los precios.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas, mientras que los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, en caso de un recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, y con sus repercusiones en los componentes internos de la inflación. De no contenerse mediante la actuación eficaz de todos los responsables de las políticas de la zona del euro, ese recrudecimiento podría inclinarse a la baja el balance de los riesgos.

En cuanto al análisis monetario, los datos más recientes confirman el ritmo moderado de la expansión monetaria subyacente. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,9% en agosto, desde el 3,6% observado en julio. Si bien esta caída se debió, principalmente, a un efecto de base, los flujos de entrada mensuales fueron también relativamente contenidos. Por el contrario, los considerables flujos de entrada mensuales registrados en los depósitos a la vista contribuyeron a un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual, que se situó en agosto en el 5,1%, frente

al 4,5% registrado en julio. Este incremento obedece a la marcada preferencia por la liquidez que sigue existiendo, en un contexto de bajos tipos de interés y de elevada incertidumbre.

La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) descendió en agosto hasta el -0,2% desde el 0,1% registrado en julio, como consecuencia de una reducción de la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras hasta el -0,5%, desde el -0,2% observado en julio. En contraste, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a los hogares se mantuvo en agosto sin variación en el 1,0%. En gran medida, la moderación de la dinámica de los préstamos refleja la debilidad de las perspectivas para el PIB, la elevada aversión al riesgo y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, todo lo cual influye negativamente en la demanda de crédito. Al mismo tiempo, en algunos países de la zona del euro, la segmentación de los mercados financieros y las restricciones sobre el capital de las entidades de crédito restringen la oferta de crédito.

La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación, contribuyendo con ello a una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los sectores no financieros de los distintos países de la zona del euro. Por tanto, es esencial que la resistencia de las entidades de crédito siga reforzándose allí donde resulte necesario.

En síntesis, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo acorde con la estabilidad de estos a medio plazo. El contraste efectuado con las señales del análisis monetario confirma este panorama.

Otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones significativas para garantizar una mayor estabilización de los mercados financieros y una mejora de las perspectivas de crecimiento.

En cuanto a las políticas fiscales, los países de la zona del euro están progresando hacia el saneamiento. Resulta esencial que se mantengan los esfuerzos para restablecer posiciones presupuestarias saneadas, en línea con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y con las recomendaciones del Semestre Europeo 2012. Una rápida aplicación del pacto fiscal desempeñará también un papel fundamental para reforzar la confianza en la solidez de las finanzas públicas. Al mismo tiempo, las reformas estructurales son tan necesarias como los esfuerzos de consolidación presupuestaria y las medidas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. En los países más afectados por la crisis, se está consiguiendo un notable progreso en la corrección de los costes laborales unitarios y en la evolución de las balanzas por cuenta corriente. La aplicación resuelta de reformas de los mercados de productos y de trabajo mejorará en mayor medida la competitividad de estos países y su capacidad de ajuste.

Por último, es esencial avanzar en el proceso de construcción de las instituciones europeas. El BCE acoge favorablemente la propuesta de la Comisión Europea de 12 de septiembre de 2012 para el establecimiento de un mecanismo único de supervisión en el que participe el BCE mediante un reglamento del Consejo sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado. El Consejo de Gobierno considera que un mecanismo único de supervisión constituye un pilar básico de una unión

financiera y un hito fundamental hacia una Unión Económica y Monetaria genuina. El BCE emitirá formalmente un dictamen jurídico en el que se tendrán especialmente en cuenta los siguientes principios: una separación clara y bien definida entre la adopción de decisiones de supervisión y la política monetaria; existencia de canales apropiados para la rendición de cuentas; una descentralización de funciones en el seno del Eurosistema; un marco efectivo de supervisión que garantice una vigilancia coherente del sistema bancario de la zona del euro; y plena compatibilidad con el marco del Mercado Único, incluido el papel y las prerrogativas de la Autoridad Bancaria Europea. La propuesta de la Comisión contiene un ambicioso calendario de transición hacia el mecanismo único de supervisión, por lo que el BCE ha comenzado los trabajos preparatorios a fin de tener la capacidad para aplicar las disposiciones del reglamento del Consejo tan pronto como entre en vigor.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero ofrece una definición detallada de liquidez global, analiza cómo influye, en última instancia, en la estabilidad de precios interna y trata sobre sus implicaciones para la política monetaria. En el segundo artículo, se documenta la evolución de los mercados de trabajo de la zona del euro desde el inicio de la crisis económica y financiera en 2008, y se estudia el impacto de la crisis en las características estructurales de los mercados laborales de la zona del euro.

Recuadro I

CONFORMIDAD DE LAS OPERACIONES MONETARIAS DE COMPRAVENTA CON LA PROHIBICIÓN DE FINANCIACIÓN MONETARIA

El 6 de septiembre de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE decidió las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa (OMC) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro¹. Si bien la aceptación por los bancos centrales del Eurosistema de bonos del Estado y otros instrumentos de deuda pública como garantía en operaciones de crédito con entidades de contrapartida de la política monetaria se ha considerado compatible con la prohibición de

¹ Véase el recuadro titulado «Medidas de política monetaria decididas por el Consejo de Gobierno el 6 de septiembre de 2012», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

financiación monetaria desde el inicio de la UEM, en este recuadro se analiza brevemente la conformidad de las OMC con dicha prohibición.

Desde la perspectiva del BCE, las OMC son un instrumento de política monetaria necesario, proporcionado y efectivo. Su finalidad es garantizar una transmisión efectiva de la política monetaria del Eurosistema y, con ello, las condiciones necesarias para una aplicación efectiva en toda la zona del euro de la política monetaria única, con vistas a la consecución de su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios. En la fijación de las modalidades operativas de las OMC se ha prestado especial atención a la necesidad de respetar la prohibición de financiación monetaria establecida en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). Este artículo prohíbe al BCE y a los BCN adquirir instrumentos de deuda pública en el mercado primario. Por otra parte, las adquisiciones de estos instrumentos en el mercado secundario, aunque están permitidas, al no estar incluidas, en principio, en el ámbito de la prohibición de financiación monetaria, no deben servir para eludir el objetivo que esta persigue. Esta aclaración está recogida en el Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo². En el contexto de las OMC, las adquisiciones de instrumentos de deuda pública en el mercado secundario no se utilizarán en ninguna circunstancia para eludir los objetivos que persigue la prohibición de financiación monetaria. En particular, se han establecido modalidades operativas específicas a fin de garantizar que las OMC no interfieren con los tres objetivos de la prohibición de financiación monetaria, es decir, la salvaguarda de i) el objetivo primordial de la estabilidad de precios, ii) la independencia del banco central y iii) la disciplina fiscal. Se ha prestado especial atención a la necesidad de garantizar que este instrumento de política monetaria no acabe por debilitar la disciplina fiscal.

Las OMC como medida de política monetaria dirigida a la consecución del objetivo primordial de la estabilidad de precios

Una medida de política monetaria necesaria

La situación actual se caracteriza por la presencia de serias distorsiones en los mercados de deuda pública, que tienen su origen, en particular, en temores infundados de los inversores acerca de la reversibilidad del euro. Esto se traduce en casos graves de mal funcionamiento del proceso de formación de precios en los mercados de deuda pública, que socavan el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Los mercados de deuda pública desempeñan un papel clave en diversas fases del mecanismo de transmisión en la zona del euro. Por tanto, la eficacia de los instrumentos convencionales de política monetaria en las jurisdicciones afectadas se ha reducido como consecuencia de las disfunciones del mercado que obstaculizan dicho mecanismo, lo que justifica la actuación del BCE dirigida a mitigar los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios. Así, las OMC son un instrumento de política monetaria no convencional, aunque necesario, en las actuales circunstancias excepcionales presentes en los mercados financieros. El recurso a compras simples de bonos como herramienta de política monetaria está contemplado expresamente en el artículo 18.1 de los Estatutos del SEBC.

Una medida de política monetaria proporcionada

Las OMC se utilizarán únicamente en la medida necesaria para lograr el objetivo de mantener la estabilidad de precios. El Consejo de Gobierno las considerará como instrumento de política monetaria

² Reglamento (CE) n° 3603/93 del Consejo, de 13 de diciembre de 1993, por el que se establecen definiciones para la aplicación de las prohibiciones a que se refieren el artículo 104 [artículo 123 TFUE de acuerdo con la nueva numeración tras el Tratado de Lisboa] y el apartado 1 del artículo 104 B [artículo 123 TFUE de acuerdo con la nueva numeración tras el Tratado de Lisboa] del Tratado (DO L 332 de 31.12.1993, p. 1).

en la medida en que resulten justificadas desde una perspectiva de política monetaria. Tras una valoración exhaustiva, el Consejo de Gobierno decidirá las OMC necesarias para corregir el mal funcionamiento de determinados segmentos del mercado. Dicha valoración implica una selección estricta de los Estados miembros para los que se efectúan las OMC. Asimismo, las OMC estarán dirigidas a adquisiciones de bonos públicos con vencimiento de entre uno y tres años, señalando con ello la estrecha relación con la política monetaria tradicional. Por otra parte, el Consejo de Gobierno dejará de realizar OMC cuando se hayan alcanzado sus objetivos.

Una medida de política monetaria efectiva

Se han establecido modalidades específicas para la ejecución de las OMC a fin de maximizar su efecto positivo en el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La efectividad de las OMC está relacionada con la adopción necesaria y oportuna por parte de los Estados miembros de medidas macroeconómicas, estructurales, fiscales y financieras, dirigidas a restablecer y mantener sus fundamentos macroeconómicos. Por tanto, la ejecución por parte del Eurosistema de OMC en el mercado de bonos soberanos de un Estado miembro se basa en el cumplimiento de ese Estado de los compromisos y plazos que haya asumido en el marco de la gobernanza económica que rige en la zona del euro. Será imprescindible una condicionalidad estricta y efectiva contenida en un programa adecuado de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que incluya la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario, al tiempo que se procurará la participación del FMI. No obstante, esto no será suficiente. El Consejo de Gobierno tendrá discrecionalidad absoluta para decidir sobre el inicio, la continuación o la suspensión de OMC y actuará de conformidad con su mandato de política monetaria. Asimismo, considerará la ejecución de OMC en la medida en que estén justificadas desde una perspectiva de política monetaria y pondrá fin a ellas cuando alcancen sus objetivos o en caso de incumplimiento del programa. A este fin, el Consejo de Gobierno llevará a cabo un estrecho seguimiento de la evolución de todos los factores y realizará las valoraciones que estime necesarias.

El efecto en las condiciones de liquidez será neutro

La liquidez generada mediante las OMC se esterilizará íntegramente. Con la absorción total, no se producirán incrementos de la oferta de la base monetaria ni variaciones de las condiciones de liquidez.

Disciplina fiscal

A fin de garantizar y mantener la disciplina fiscal, la ejecución de OMC quedará restringida a Estados miembros sujetos a condiciones estrictas referidas a las necesidades imprescindibles de ajuste macroeconómico, estructural, fiscal y financiero. Toda adquisición de bonos públicos de esos Estados miembros será de bonos con vencimiento de entre uno y tres años. Estas modalidades operativas son esenciales para garantizar que las OMC no obstaculicen un progreso tangible simultáneo de esos Estados miembros en los ámbitos de la consolidación fiscal y, en particular, de las reformas estructurales a largo plazo.

Independencia del banco central

Las modalidades operativas de las OMC han sido diseñadas por el Consejo de Gobierno con plena independencia, desde la perspectiva de lo que resulta necesario, proporcionado y efectivo para los fines de la política monetaria. El Consejo de Gobierno gozará de discrecionalidad absoluta para decidir sobre el inicio, la continuación y la suspensión de las OMC de conformidad con su mandato de política monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

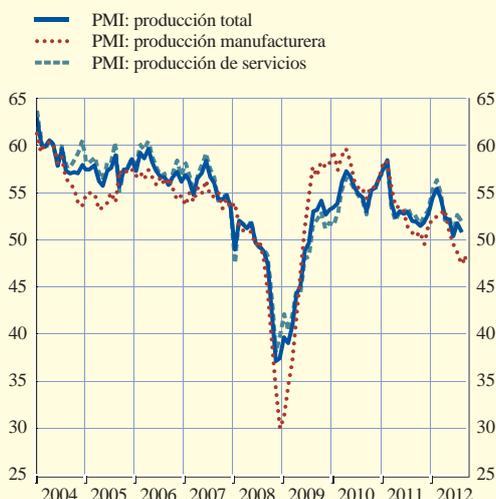
Aunque la recuperación de la economía mundial sigue su curso, los datos de las encuestas más recientes sugieren que el crecimiento se ha ralentizado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes en los últimos meses. Pese a esta moderación más bien sincronizada del crecimiento, el ritmo general de expansión en las economías emergentes ha seguido siendo sólido en comparación con las economías avanzadas. La inflación general, a escala mundial, repuntó ligeramente en agosto, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de las materias primas, mientras que la inflación subyacente continuó moderándose.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Aunque la economía mundial sigue su curso de recuperación gradual, el ritmo de crecimiento mundial ha vuelto a ralentizarse, debido principalmente a la evolución en la zona del euro. Al mismo tiempo, el ritmo de expansión también se ha desacelerado en varias economías emergentes, en parte como consecuencia de un entorno exterior más débil, pero también del anterior endurecimiento de las políticas económicas en algunos de los principales países. Según se desprende de los datos de las encuestas más recientes, en el tercer trimestre se mantuvo la atonía de la actividad, en la medida en que el clima empresarial siguió deteriorándose. En agosto, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios descendió hasta 51,1 desde el nivel de 51,7 observado en julio, como resultado del estancamiento de los nuevos pedidos. El PMI global más reciente de producción manufacturera repuntó ligeramente en septiembre, al moderarse el ritmo de contracción en Estados Unidos, la UE y Asia. La debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores, la fragilidad de los mercados de trabajo y el actual proceso de saneamiento de los balances seguirán limitando el ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas, mientras que, en comparación, se prevé que en las economías emergentes el crecimiento del PIB, a pesar de la desaceleración, seguirá siendo sólido.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

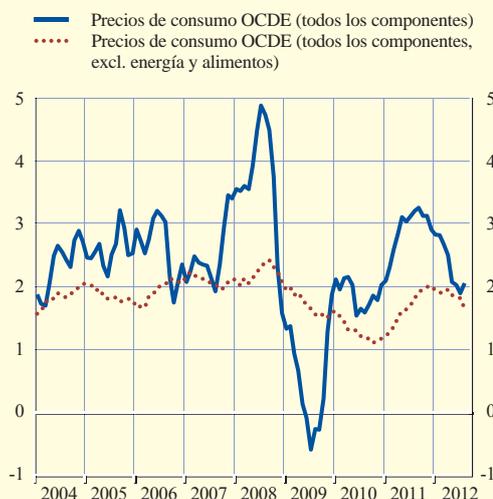
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

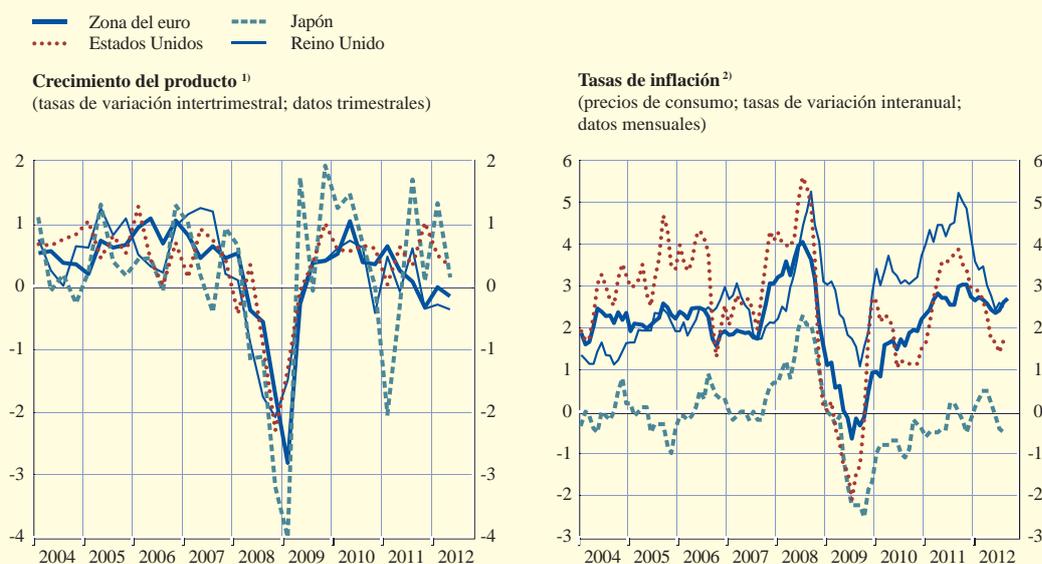
La inflación mundial repuntó ligeramente en agosto, impulsada, en gran medida, por las subidas de los precios del petróleo y de la energía. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo se elevó hasta el 2% en el año transcurrido hasta agosto, desde el 1,9% observado en julio. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo aún más, hasta el 1,6% en agosto, desde el 1,8% de julio. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual también aumentaron, pero se mantienen notablemente por debajo de los máximos registrados el pasado año.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real perdió algo de impulso en el segundo trimestre de 2012. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real creció a una tasa anualizada del 1,3% (0,3% en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2012, frente al 2% (0,5% en tasa intertrimestral) del primer trimestre. Ello representa una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales con respecto al 1,7% declarado anteriormente. La revisión del crecimiento del PIB refleja revisiones a la baja generalizadas de la demanda interna y de las exportaciones, que se compensaron, en parte, con un menor descenso del consumo público. El aumento del PIB real en el segundo trimestre refleja, principalmente, las contribuciones positivas del gasto en consumo personal y, en menor medida, de la inversión privada y la demanda exterior neta, que se contrarrestaron parcialmente con contribuciones negativas de las existencias privadas y del gasto público. En términos reales, el crecimiento de la renta personal disponible se redujo hasta el 3,1% (en tasa anualizada), desde el 3,7% del primer trimestre.

Los datos más recientes publicados ofrecen señales ambivalentes que sugieren una moderada expansión económica en el tercer trimestre de 2012. Entre los aspectos negativos, la confianza empresarial en el tercer trimestre fue inferior a la del trimestre anterior, mientras que la producción industrial registró una

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.

considerable caída en agosto, lo que sugiere una desaceleración de la inversión empresarial. Además, los datos sobre empleo de los dos primeros meses del tercer trimestre mostraron cierta debilidad, mientras que la evolución del comercio exterior en julio fue poco dinámica. Más positiva fue la evolución de la confianza de los consumidores, que aumentó de forma notable en septiembre, de lo que se deduce que el consumo privado podría haber repuntado en el tercer trimestre. Asimismo, los indicadores del mercado de la vivienda siguieron mejorando, lo que evidencia aún más que este mercado está registrando una recuperación sostenida y que se espera que haya contribuido positivamente al crecimiento en el tercer trimestre de 2012.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, aumentó desde el 1,4 % registrado en julio hasta el 1,7 % en agosto, alcanzando su nivel máximo desde mayo de 2012. El aumento de la inflación general reflejó, principalmente, el repunte de los precios de la energía en agosto, frenando la tendencia a la baja. La inflación interanual de precios de los alimentos siguió moderándose aún más, situándose en el 2 %, frente al máximo del 4,7 % observado en octubre de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual descendió hasta el 1,9 %, desde el 2,1 % de julio.

El 13 de septiembre de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió poner en marcha una tercera ronda de medidas de relajación cuantitativa (denominada «QE3») para estimular aún más la economía. El Comité se propone comprar un volumen adicional de bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares estadounidenses al mes. También mantendrá su programa de ampliar el vencimiento medio de sus tenencias de valores hasta final de año, conforme a lo anunciado en junio, así como su política actual de reinvertir los pagos del principal de sus tenencias de deuda de agencias y de bonos de titulización hipotecaria de agencias. Con estas medidas, el Comité espera presionar a la baja sobre los tipos de interés a largo plazo, brindar respaldo a los mercados hipotecarios y ayudar a que las condiciones financieras sean, en general, más acomodaticias. El Comité decidió, asimismo, no modificar la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que probablemente se justifique mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2015.

JAPÓN

En Japón, la segunda publicación de los datos sobre las cuentas nacionales mostró que el crecimiento del PIB real se ralentizó hasta el 0,2 % (revisado a la baja desde el 0,3 %), en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año, en comparación con el 1,3 % del primer trimestre. La desaceleración se debió, en parte, al estancamiento del consumo privado, que contribuyó tan solo 0,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2012 (en comparación con 0,7 puntos porcentuales en el trimestre anterior). Además, la contribución al PIB real tanto de la demanda exterior neta de bienes y servicios como de las existencias privadas fue negativa en el segundo trimestre (en torno a -0,1 y -0,2 puntos porcentuales, respectivamente). Los datos de alta frecuencia más recientes parecen apuntar a cierta pérdida de impulso del crecimiento en el tercer trimestre. La producción industrial se redujo de nuevo en agosto, un 1,3 %. Al mismo tiempo, las exportaciones reales de bienes descendieron por cuarto mes consecutivo en agosto (un 0,6 %), mientras que las importaciones reales se redujeron casi un 4 %. El índice de difusión Tankan del Banco de Japón de coyuntura económica, correspondiente a las grandes empresas manufactureras, se situó en -3 en el tercer trimestre de 2012 (en comparación con el nivel de -1 del trimestre anterior), lo que confirma la debilidad de las perspectivas para este trimestre.

La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo en el -0,4 % en agosto, y la inflación subyacente (excluidos la energía, los alimentos y las bebidas) se mantuvo sin variación en el -0,61 %. El 19 de septiembre de 2012, el Banco de Japón anunció un cambio en su programa de compra de activos. El

saldo vivo máximo de activos financieros adquiridos a través del programa asciende actualmente a 55 billones de yenes, lo que representa un aumento de 10 billones, que se compone de 5 billones en deuda pública japonesa y 5 billones en letras del Tesoro con descuento. También se eliminó el tipo mínimo de puja tanto para la deuda pública como para los valores de renta fija privada. Las compras incrementadas en el marco del programa habrán concluido hacia finales de junio de 2013 en lo que se refiere a las letras del Tesoro con descuento y en torno al final de 2013 en lo que respecta a la deuda pública japonesa. El Banco de Japón mantuvo sin variación, entre el 0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el PIB real se redujo un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, debido principalmente a factores transitorios. Es probable que el PIB real haya aumentado en el tercer trimestre, debido, una vez más, a este tipo de factores. Los indicadores de opinión del sector manufacturero y del sector servicios mejoraron, en la mayoría de los casos, en agosto, y la producción industrial repuntó en julio. No obstante, los indicadores adelantados siguen siendo relativamente moderados y la confianza de los consumidores continúa siendo baja, lo que confirma la debilidad del ritmo de crecimiento subyacente de la economía. La situación del mercado de trabajo ha dado señales de mejora, con una tasa de paro que se sitúa en el 8,1% y un crecimiento del empleo del 0,8% en los tres meses transcurridos hasta julio de 2012. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual, ya que se prevé que la demanda interna siga estando limitada por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 2,5% en agosto, desde el 2,6% de julio, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se redujo hasta el 2,2%, desde el 2,4%. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. En su reunión de 6 de septiembre de 2012, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, los indicadores económicos muestran un panorama desigual, lo que sugiere que el crecimiento podría haber tocado fondo, aunque todavía no se observan señales convincentes de recuperación. El crecimiento de la producción industrial se ha seguido debilitando, situándose en una tasa interanual del 8,9% en agosto de 2012. Tanto el índice PMI del sector privado como el PMI oficial del sector manufacturero, correspondientes a septiembre, aumentaron moderadamente, pero se mantuvieron por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. El subcomponente de nuevos pedidos, que es un indicador adelantado, aumentó de forma más vigorosa, aunque se mantuvo por debajo del umbral de 50, mientras que la acumulación de existencias parece haber tocado a su fin. El mercado de la vivienda siguió mejorando en agosto: los indicadores de actividad muestran, una vez más, crecimiento positivo en tasas interanuales y los precios registran un aumento por tercer mes consecutivo (véase también el recuadro 2). El crecimiento de las ventas del comercio al por menor se estabilizó, mientras que el comercio exterior mantuvo la moderación en agosto. El crecimiento de las exportaciones totales siguió siendo débil, registrándose de nuevo un descenso en tasa interanual de las exportaciones a la zona del euro y una recuperación de las exportaciones a Asia y Estados Unidos. Con la caída de las importaciones en agosto, el superávit comercial mensual volvió a aumentar, hasta situarse en 26,6 mm de dólares estadounidenses. La inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 2% en agosto, desde el 1,8% del mes anterior, manteniéndose muy por debajo del objetivo del 4% establecido por el Gobierno para 2012, mientras que los préstamos denominados en renminbi y el agregado monetario amplio siguieron aumentando con fuerza.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN CHINA

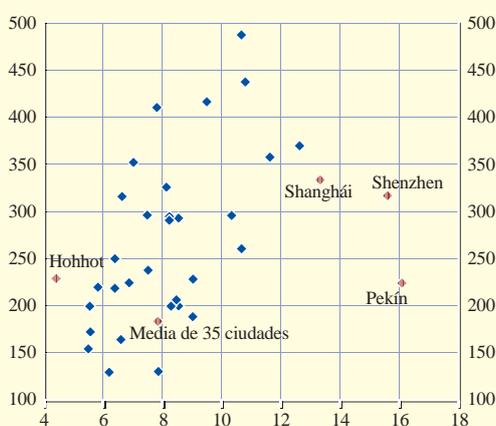
Tras los acusados aumentos de los precios de la vivienda y de la actividad entre 2005 y 2011, la reciente debilidad del mercado de la vivienda chino ha reavivado la inquietud de que una fuerte corrección podría tener un impacto negativo en las perspectivas de crecimiento del país y, a su vez, en la economía mundial. A continuación, se analiza la probabilidad de que se materialice un acontecimiento de esta naturaleza examinando las variables fundamentales del mercado de la vivienda chino y su importancia para la economía de China.

La inversión en vivienda ha sido una fuente de crecimiento cada vez más importante para China en los últimos años. La inversión inmobiliaria representa alrededor del 25 % de la inversión total en activos fijos, a la que es atribuible el 50 % del crecimiento del PIB desde 2006. En porcentaje del PIB, la inversión inmobiliaria aumentó del 10 % en 2006 al 16 % en 2011. La construcción y los servicios en el sector inmobiliario emplean a más del 10 % de la población activa y contribuyen al 13 % del valor añadido total. Además, la inversión inmobiliaria tiene fuertes conexiones con otras industrias como las de maquinaria y equipo.

Los precios de la vivienda en China han aumentado de forma acusada en los últimos años y son elevados en comparación con la renta. En promedio, el precio por metro cuadrado de la vivienda en una muestra de 35 ciudades grandes y medianas casi se triplicó entre 1999 y 2011, aunque este promedio oculta grandes disparidades. El precio de una vivienda de 100 m², expresado en múltiplos de la renta

Gráfico A Precios de la vivienda en 35 ciudades

Eje de abscisas: precio de una vivienda de 100 m² en renta disponible anual en 2011
Eje de ordenadas: incremento porcentual del precio por metro cuadrado, 1999-2011



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE.

Gráfico B Precios de la vivienda (1999-2011, media de 35 ciudades)

Eje de abscisas: precio medio de la vivienda en renta disponible anual

— Vivienda de tamaño medio
..... Vivienda de 100 m²



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE. Notas: El precio de una vivienda de 100 m² se basa en un tamaño de familia y un espacio vital por persona constantes. En el precio de una vivienda media se tienen en cuenta los cambios en el tamaño de la familia y en el espacio vital por persona.

anual disponible de una familia media de 3,3 personas, también varía notablemente, desde 4,4 veces la renta anual en ciudades de la periferia (Hohhot, Mongolia Interior) hasta casi 16 veces en ciudades grandes y florecientes como Pekín y Shenzhen (véase gráfico A). En promedio, la ratio se redujo entre 1999 y 2011, dado que la renta disponible aumentó a un ritmo más rápido que el precio del metro cuadrado (11 %, frente al 9 %, en tasa interanual. Véase la línea roja de puntos del gráfico B).

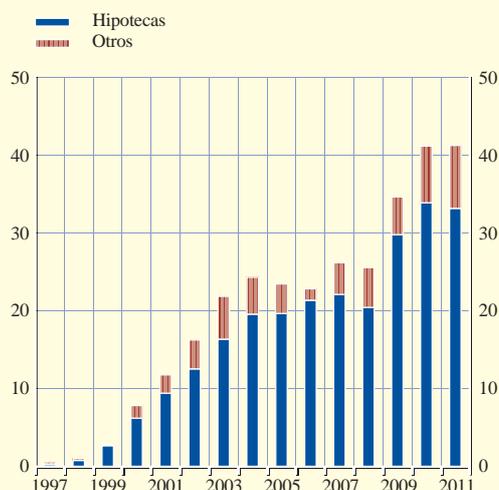
Sin embargo, si se considera el aumento de la superficie de la vivienda promedio, el panorama comienza a ser diferente. En los últimos años, el espacio vital ha aumentado desde una media de 19,4 m² per cápita en 1999 a 32,7 m² per cápita en 2011, mientras que el tamaño medio de los hogares se ha reducido de 3,6 a 3,1 personas, lo que significa que la vivienda media se ha incrementado de 70 m² a 101 m². Como resultado, el precio de la vivienda media (expresado en múltiplos de renta) ha aumentado de 6,4 en 1999 a 8,6 en 2011 (véase la línea azul del gráfico B).

Aunque la inversión inmobiliaria y los precios de la vivienda han aumentado de forma acusada en los últimos años, varios factores sugieren que parece improbable que se produzca una corrección significativa. En primer lugar, la demanda de viviendas sigue siendo elevada como consecuencia de la continua urbanización. Además, las nuevas construcciones reflejan, en parte, la sustitución de viviendas antiguas, de baja calidad, y no suponen un incremento de la oferta neta de viviendas. Al mismo tiempo, las estrictas restricciones administrativas, en particular las que afectan a la compra de segundas y terceras viviendas, desincentivan la especulación. En el caso de que se produjera un brusco enfriamiento del mercado inmobiliario, podrían revertirse esas medidas a fin de estimular la demanda, y también, por motivos de capacidad financiera, podrían cambiar las preferencias recientes por las viviendas más grandes. Finalmente, el excedente de viviendas sin vender, como consecuencia del reciente enfriamiento del mercado inmobiliario, ha comenzado a reducirse últimamente en las grandes ciudades como Pekín.

Cabe la posibilidad de que, si los hogares han extrapolado hacia el futuro las recientes tasas de crecimiento de la renta, las evaluaciones de accesibilidad a la vivienda —reflejadas en la demanda de viviendas más grandes— hayan sido excesivamente optimistas, especialmente dado que se prevé que la tasa de crecimiento potencial de China se desacelere en los próximos años. Como consecuencia, podría producirse una caída de los precios, que deprimiría temporalmente las ventas de viviendas al ajustarse los precios, y crearía un excedente de viviendas sin vender. El apalancamiento de los consumidores no es muy elevado, de modo que el impacto que tendría sobre el consumo una perturbación a la baja del sector inmobiliario sería probablemente menor. La deuda hipotecaria en porcentaje de la renta disponible ha aumentado de forma acusada en los últimos años hasta situarse en el 33 % en 2011 (véase gráfico C). La

Gráfico C Crédito al consumo

(porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: CEIC, Banco Central de la República Popular China e Instituto Nacional de Estadística de China.

relación préstamo-valor de las hipotecas de los hogares es normalmente baja; por consiguiente, se prevé que el desapalancamiento del sector inmobiliario asociado a la caída de los precios de la vivienda será limitado. Sin embargo, una fuerte corrección del mercado inmobiliario afectaría negativamente a las transacciones de bienes raíces y a la actividad en la construcción, lo que podría contagiarse a otras ramas de actividad. No obstante, por los motivos antes mencionados, parece improbable que se produzca una corrección fuerte y brusca de los precios de la vivienda, aunque en algunas ciudades sí podrían mostrar cierta volatilidad.

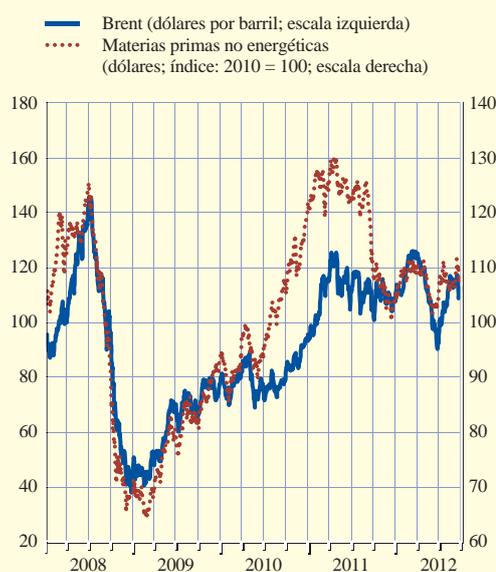
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo bajaron en torno al 1,5 % en septiembre, revirtiendo así, en parte, el incremento que se inició en julio. El 2 de octubre, el precio del barril de Brent se situaba en 116 dólares estadounidenses, lo que representa un aumento del 24 % con respecto al mínimo registrado en 2012, el 26 de junio; aún así, los precios se sitúan todavía un 11 % por debajo del máximo alcanzado el 14 de marzo de este año. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 105 dólares estadounidenses el barril (véase también el recuadro 4).

La reciente bajada de los precios del petróleo refleja una combinación de factores de oferta y de demanda. Por el lado de la oferta, Arabia Saudita anunció un aumento del suministro en respuesta a las pérdidas de producción registradas tras la imposición de sanciones a Irán en particular. Este anuncio contrarrestó, en parte, la presión al alza sobre los precios del petróleo, causada por el descenso de la oferta, tanto de la OPEP como de los países no pertenecientes a la OPEP en los meses anteriores. Los informes de los mercados respecto a una posible liberación de las reservas estratégicas de petróleo por parte de los países industrializados también contribuyeron a rebajar los precios. Por el lado de la demanda, aunque, en general, se prevé que la demanda de crudo siga creciendo a un ritmo constante en 2013, la Agencia Internacional de la Energía revisó ligeramente a la baja sus previsiones de crecimiento de la demanda de petróleo como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica mundial.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron de nuevo en septiembre, tras registrar ligeros descensos en agosto. El aumento tuvo su origen, principalmente, en la subida de los precios de los metales y del mineral de hierro. Los precios de las materias primas agrícolas continuaron su caída tras los máximos registrados en junio y julio como consecuencia de las sequías en Estados Unidos. En términos agregados, el índice de precios de las

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de septiembre, un 3 % por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

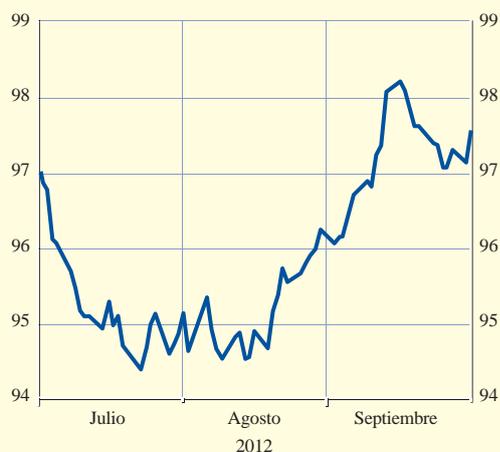
Entre finales de junio y principios de octubre de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro prácticamente no experimentó variación en un entorno de descenso de la volatilidad. La depreciación continuada del tipo de cambio de la moneda única durante el mes de julio comenzó a revertirse a mediados de agosto y, el 2 de octubre de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,4 % por encima del nivel registrado a finales de junio de 2012 y un 5,6 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 29 de junio y el 2 de octubre de 2012, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (un 2,7 %), el yen japonés (un 0,9 %) y el franco suizo (un 0,6 %), pero se depreció frente a la libra esterlina (un 0,8 %). Durante el mismo período, el euro también se depreció frente a algunas otras monedas europeas (véase el cuadro 1), como el zloty polaco (un 3,4 %), la corona checa (un 2,3 %) y el forint húngaro (un 0,8 %). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, se ha reducido en general en los tres últimos meses y se mantiene por debajo de las medias históricas.

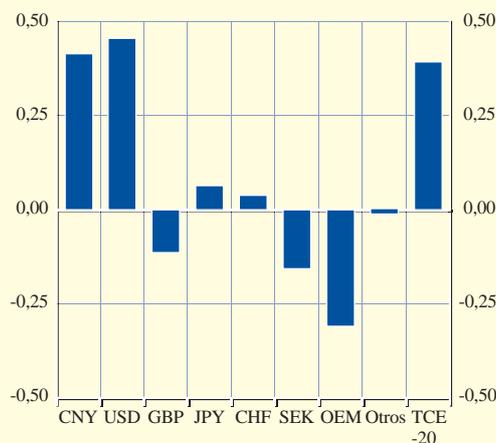
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE 20²⁾
Del 29 de junio al 2 de octubre 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 principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados Miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la libra esterlina y la corona sueca). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-20 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan utilizando las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio del índice TCE-20.

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 2 de octubre de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 2 de octubre de 2012		
			desde:		en comparación con:
			29 de junio de 2012	2 de enero de 2012	media de 2011
Renminbi chino	18,8	8,178	2,2	0,3	-9,1
Dólar estadounidense	16,9	1,293	2,7	0,0	-7,1
Libra esterlina	14,9	0,801	-0,8	-4,1	-7,8
Yen japonés	7,2	101,0	0,9	1,5	-9,0
Franco suizo	6,5	1,210	0,6	-0,4	-1,8
Zloty polaco	6,2	4,103	-3,4	-8,3	-0,4
Corona checa	5,0	25,06	-2,3	-1,7	1,9
Corona sueca	4,7	8,533	-2,7	-4,4	-5,5
Won coreano	3,9	1.439	-0,2	-3,7	-6,7
Forint húngaro	3,2	285,6	-0,8	-9,2	2,2
TCEN ²⁾		97,6	0,4	-1,9	-5,6

Fuente: BCE.

1) Tipos de cambio bilaterales en orden descendente basados en las ponderaciones por el comercio de las monedas correspondientes en el índice TCE-20.

2) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro (TCE-20).

Entre el 29 de junio y el 2 de octubre de 2012, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El látex cotizó en la zona más fuerte de su paridad central dentro de la banda de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

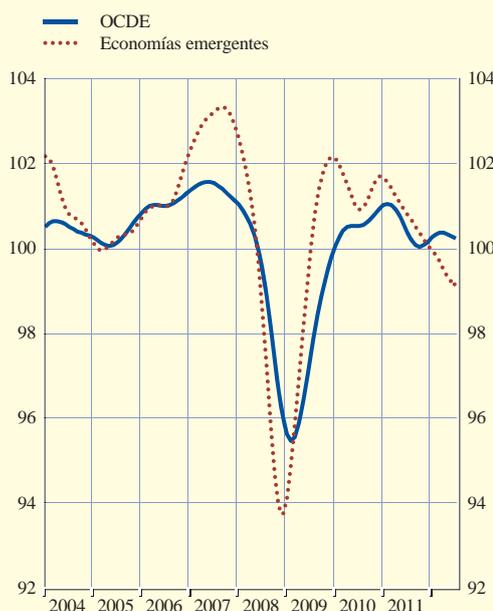
1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, es probable que la pérdida de impulso del crecimiento mundial persista en los próximos meses. El componente de nuevos pedidos del índice PMI global del sector manufacturero muestra señales de estabilización en niveles bajos, con un moderado aumento hasta 48,9 en septiembre, desde el nivel de 46,7 registrado en agosto. El índice se mantiene por debajo del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y muy por debajo de la media de largo plazo, lo que sugiere que las perspectivas de la actividad industrial no son muy halagüeñas. El indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, continúa señalando un débil ritmo de crecimiento tanto en el área de la OCDE como en las principales economías no pertenecientes a esta organización.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un alto grado de incertidumbre, como consecuencia de las tensiones

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

en los principales segmentos de los mercados financieros y de los desequilibrios fiscales y mundiales. Los riesgos para las perspectivas mundiales se mantienen a la baja y están relacionados, principalmente, con los efectos de contagio de la evolución en la zona del euro, tanto a través del comercio exterior y la confianza como, en menor medida, la incertidumbre respecto a la escala de las medidas fiscales, especialmente en Estados Unidos.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de agosto de 2012 confirman el lento ritmo de expansión monetaria y crediticia subyacente que ya ha venido observándose durante un largo período. Asimismo, la tasa de crecimiento interanual de M1 continuó aumentando, debido a la preferencia del sector tenedor de dinero por activos altamente líquidos en un entorno de reducidos tipos de interés y de elevada incertidumbre. Los préstamos de las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro permanecieron en un nivel bajo en términos históricos y continuaron ocultando evoluciones significativamente dispares entre países. Las condiciones de demanda explican gran parte de la actual debilidad de la actividad crediticia, aunque en algunos países también persisten las restricciones de oferta. Para asegurar la financiación adecuada de la economía cuando se recupere la demanda, las entidades de crédito de varios países de la zona del euro tendrán que avanzar en el proceso de ajuste de sus balances.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó hasta el 2,9% en agosto de 2012, frente al 3,6% de julio (véase gráfico 7)¹. La moderación de esta tasa fue consecuencia, principalmente, de un efecto de base y de que los flujos de entrada mensuales en activos monetarios fueron limitados en agosto (crecimiento intermensual del 0,2%).

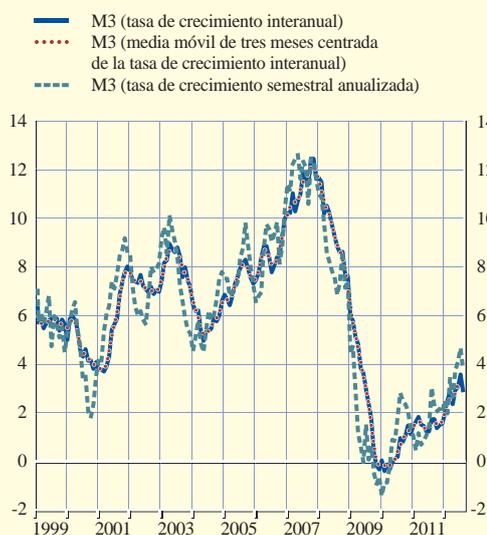
Por lo que respecta a los componentes, el sector tenedor de dinero continuó desplazando volúmenes significativos de fondos hacia activos monetarios altamente líquidos, en detrimento de otros activos tanto incluidos como no incluidos en M3. Esta evolución fue generalizada en los distintos sectores y refleja, sobre todo, una marcada preferencia por la liquidez en el actual entorno de tipos de interés muy bajos (véase el recuadro 3, titulado «El impacto de unos tipos de interés muy bajos en la dinámica monetaria») y de elevada incertidumbre.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas continuó siendo elevada en agosto, aunque disminuyó. Los préstamos de las IFM al sector privado no financiero volvieron a contraerse, en gran parte como consecuencia de las significativas amortizaciones neta mensuales de préstamos a sociedades no financieras. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM registró ligeras entradas mensuales, lo que respalda la valoración de que los inversores extranjeros adquirieron deuda pública emitida por países de la zona del euro.

¹ A partir de los datos de agosto de 2012, M3 excluye las cesiones temporales efectuadas a través de entidades de contrapartida central, mientras que los préstamos al sector privado en las contrapartidas de M3 excluyen las adquisiciones temporales de IFM realizadas a través de entidades de contrapartida central. Este cambio es aplicable a los datos monetarios correspondientes a junio de 2010 y posteriores. Para más detalles, véase el recuadro 3, titulado «El ajuste de las estadísticas monetarias sobre cesiones temporales con entidades de contrapartida central», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2012.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

El volumen de los principales activos de las IFM de la zona del euro se contrajo sustancialmente en agosto, sobre todo como consecuencia de la notable reducción de los préstamos interbancarios y de los activos exteriores.

Recuadro 3

EL IMPACTO DE UNOS TIPOS DE INTERÉS MUY BAJOS EN LA DINÁMICA MONETARIA

En la reunión celebrada el 5 de julio de 2012, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tipos de interés oficiales del BCE a mínimos históricos. En este entorno, las sólidas relaciones empíricas derivadas de los niveles de tipos de interés observados históricamente podrían verse afectadas significativamente por posibles fenómenos no lineales. En cuanto al análisis monetario, estos efectos pueden estar relacionados con: i) la demanda de dinero, incluidas las implicaciones para las propiedades del dinero como indicador de la actividad económica y de la inflación, y ii) los fondos del mercado monetario y su papel en la provisión de financiación a las entidades de crédito. En este recuadro se llega a la conclusión de que, en un entorno de tipos de interés próximos a cero, existen no linealidades para la demanda de dinero, aunque su importancia puede calificarse de limitada dados los actuales niveles de tipos de interés.

La demanda de dinero con tipos de interés muy bajos

Las consideraciones teóricas sugieren que extrapolar el comportamiento de la demanda de dinero observado en un rango de niveles habituales de tipos de interés al caso en el que los tipos de interés se aproximan a cero podría no proporcionar información fiable¹. Sin embargo, la posibilidad de que la demanda de dinero esté sujeta a cambios significativos cuando los tipos de interés pasan a ser muy bajos tiene importantes implicaciones para la política monetaria, ya que un incremento atípico de los saldos monetarios a medida que los tipos de interés se aproximan a cero puede interpretarse, erróneamente, como indicativo de la transmisión del estímulo monetario y, por tanto, del aumento de las presiones expansivas, cuando, de hecho, puede reflejar un cambio en el comportamiento convencional de la demanda de dinero.

La evidencia empírica relativa a los efectos de unos tipos de interés oficiales muy bajos a lo largo de un prolongado período de tiempo es escasa, pero existe, por ejemplo, para Estados Unidos y Japón. En el caso de Japón, hay una evidencia sólida de no linealidades en la demanda de M1 cuando los tipos de interés son reducidos. Este patrón es coherente con las predicciones teóricas convencionales de la demanda de dinero con costes de oportunidad bajos. Sin embargo, no puede descartarse que esta observación se viera afectada por la política de relajación cuantitativa explícita adoptada por el Banco de Japón durante el período en el que se observó el citado patrón. En cambio, en Estados Unidos, la evidencia de la existencia de no linealidades en la demanda de dinero es algo más débil. Los resultados empíricos también sugieren que los nuevos fondos tienden a invertirse en activos de mayor riesgo y a más largo plazo para beneficiarse del repunte en la rentabilidad de dichos activos. Al mismo tiempo, no existen indicios empíricos de que se hayan producido ajustes a gran escala en los saldos monetarios con cargo a los pasivos monetarios, que podrían suponer dificultades de financiación significativas para las entidades de crédito.

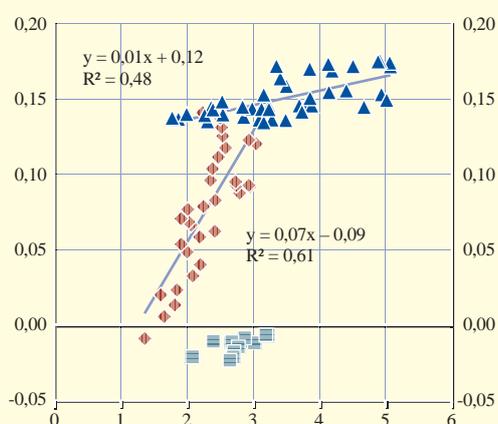
1 Véanse, entre otros, C. Mulligan y X. Sala-i-Martin, «Extensive margins and the demand for money at low interest rates», *Journal of Political Economy*, vol. 108 (5), octubre de 2000, pp. 961-991; J. Nagayasu, «A re-examination of the Japanese money demand function and structural shifts», *Journal of Policy Modeling*, vol. 25 (4), junio de 2003, pp. 359-375; y K. Nakashima, «An extremely-low-interest-rate policy and the shape of the Japanese money demand function», *Macroeconomic Dynamics*, vol. 13 (5), noviembre de 2009, pp. 553-579.

Gráfico A Velocidad de circulación de M3 en la zona del euro y coste de oportunidad de M3

(porcentajes; escala logarítmica)

Eje de abscisas: coste de oportunidad de M3
Eje de ordenadas: velocidad de circulación (logaritmo)

- ▲ I 1990-IV 2000
- ◆ I 2001-IV 2008
- I 2009-IV 2012



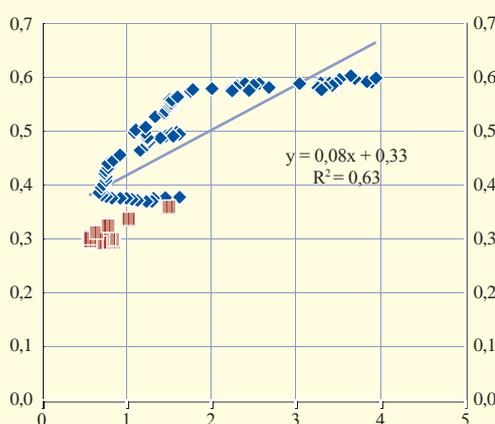
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Gráfico B Velocidad de circulación de M1 en la zona del euro y coste de oportunidad de M1

(porcentajes; escala logarítmica)

Eje de abscisas: coste de oportunidad de M1
Eje de ordenadas: velocidad de circulación (logaritmo)

- ◆ I 2001-IV 2008
- I 2009-I 2012



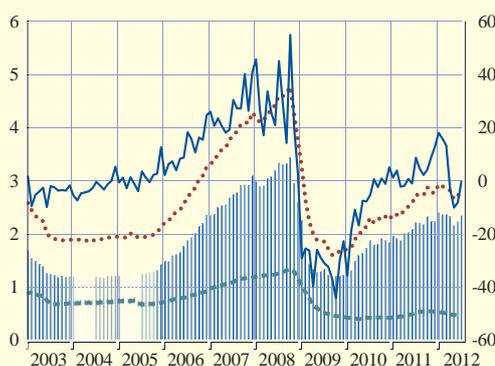
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

El análisis de la relación entre los costes de oportunidad y la velocidad de circulación del dinero en la zona del euro pone de manifiesto un comportamiento acorde con las predicciones teóricas convencionales. La línea de regresión entre estos dos factores tiene, en general, una pendiente positiva, ya que unos tipos de interés más elevados dan lugar a un descenso de los saldos monetarios en relación con el PIB. Sin embargo, parece que esta relación lineal dista mucho de ser estable y es menos pronunciada en el caso de M3 (véase gráfico A) que en el de M1 (véase gráfico B). Desde principios de 2009, cuando los tipos de interés oficiales de la zona del euro se recortaron a mínimos sin precedentes, la velocidad de circulación de ambos agregados monetarios solo registró movimientos menores. Sin embargo, a pesar de la reducción de los tipos de interés oficiales a mínimos históricos, los costes de oportunidad, tras haber caído de forma acusada a finales de 2008, se han incrementado en la zona del euro en los tres últimos años, como consecuencia del impacto de la crisis de la deuda soberana en los rendimientos de la deuda pública de algunos países de la zona (véase gráfico C). Por tanto, en conjunto, la experiencia

Gráfico C Remuneración de los depósitos a corto plazo y de los depósitos a la vista y flujos de entrada en depósitos a corto plazo en la zona del euro

(en porcentaje; flujos en mm de euros)

- Diferencial entre los depósitos a corto plazo y los depósitos a la vista – coste de oportunidad– (escala izquierda)
- Tipo de interés de los depósitos a plazo hasta un año (escala izquierda)
- - - Tipo de interés de los depósitos a la vista (escala izquierda)
- Variación mensual de los depósitos a corto plazo de los hogares (escala derecha)



Fuentes: BCE y cálculos de BCE.

de la zona del euro no apunta a un rápido descenso de la velocidad de circulación de M1 al caer los costes de oportunidad, aunque la pendiente de la línea de regresión se ha allanado claramente a medida que los costes de oportunidad pasaron a ser bastante bajos².

La mayor preferencia por el agregado monetario estrecho en épocas de tipos de interés reducidos también afecta a la cuestión de si se prefieren los depósitos a la vista o los billetes. Hasta el momento se ha observado que los desplazamientos de cartera desde otros tipos de activos se han dirigido predominantemente hacia los depósitos líquidos, más que hacia los billetes. Un motivo no desdeñable es que los depósitos y los billetes no son sustitutos perfectos, ya que estos últimos pueden movilizarse con menor facilidad y, superado un determinado umbral, conllevan unos costes logísticos significativos en concepto de transporte, almacenamiento, seguridad y seguros. La experiencia con unos tipos de interés muy bajos adquirida hasta el momento en grandes áreas monetarias no apunta a una sustitución importante a favor de los billetes.

Consecuencias de los bajos tipos de interés para la financiación de mercado de las entidades de crédito

Como consecuencia de los niveles históricamente bajos de los tipos de interés oficiales en la zona del euro, el rendimiento neto de los instrumentos financieros a corto plazo es exiguo desde hace ya algún tiempo. En estas circunstancias, los fondos del mercado monetario (FMM), por ejemplo, han registrado retiradas en los últimos trimestres. En un entorno de disminución de los activos gestionados por los FMM, la cantidad de liquidez de que disponen estos fondos para adquirir valores de renta fija emitidos por las entidades de crédito también se redujo. Así pues, una situación como esta puede traducirse en nuevas restricciones en el acceso a la financiación de las entidades de crédito. Por consiguiente, la decisión adoptada el 5 de julio por el Consejo de Gobierno de reducir a cero el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE generó cierta inquietud acerca de que descensos adicionales en los rendimientos del mercado monetario pudieran intensificar las presiones sobre los FMM, con posibles consecuencias negativas para la situación de financiación de las entidades de crédito. Además de lo anterior, los requisitos regulatorios de próxima aplicación relacionados con las estrategias de financiación de los bancos tienden a favorecer las fuentes de financiación minorista frente a la financiación de mercado, lo que podría afectar, por tanto, a los esfuerzos de las entidades de crédito por financiarse mediante la emisión de valores.

Parece que el sector bancario de la zona del euro ya ha anticipado estos cambios, por ejemplo captando y manteniendo depósitos minoristas del sector privado no financiero. Así, en la medida en que el aumento de los depósitos a la vista se derive de la venta, por parte de entidades del sector tenedor de dinero, de activos no bancarios con riesgo a no residentes en la zona del euro, los flujos respectivos reflejan, en última instancia, una mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Al mismo tiempo, en la medida en que la expansión de los depósitos de M1 refleje desplazamientos de cartera en detrimento de otros pasivos bancarios, la situación de financiación de los bancos se ve afectada principalmente en lo que se refiere a su vencimiento.

² Los costes de oportunidad en la zona del euro no han caído nunca, por el momento, hasta unos niveles tan bajos, en los que sería de esperar que se manifestaran efectos no lineales. En Estados Unidos, donde la disminución de los rendimientos a largo plazo se tradujo en unos costes de oportunidad próximos a cero, la demanda de dinero aumentó, con la consiguiente reducción de la velocidad de circulación del dinero.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En cuanto a los componentes de M3, la tasa de crecimiento interanual de M1 aumentó hasta el 5,1% en agosto, frente al 4,5% de julio, impulsada por los significativos flujos mensuales de entrada en depósitos a la vista, que fueron generalizados en los distintos sectores. M1 es actualmente el componente que más contribuye al

crecimiento del agregado monetario amplio, y representó 2,6 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual de M3 de agosto, que fue del 2,9%. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 menos M1) cayó hasta el 0,8% en agosto, desde el 2,2% de julio, como consecuencia del desplazamiento de fondos hacia los depósitos a la vista, en detrimento de los depósitos a plazo hasta dos años. Además de la elevada incertidumbre, reflejada en el bajo nivel de confianza de los consumidores y las empresas, el estrechamiento del diferencial entre la remuneración de estos dos tipos de depósito explica, en parte, este trasvase de fondos. En cambio, los depósitos de ahorro a corto plazo (disponibles con preaviso hasta tres meses) continuaron registrando elevadas entradas mensuales.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 menos M2), que registraba una tendencia al alza desde el verano de 2011, cayó hasta el -0,5% en agosto, desde el 4,3% de julio, reflejando el fuerte flujo negativo mensual. Las salidas se concentraron principalmente en las tenencias de valores distintos de acciones (con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM. Además, en el difícil entorno de negocio actual en el que operan los fondos del mercado monetario, el sector tenedor de dinero vendió participaciones en estos fondos, al igual que en meses anteriores.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 (incluidas las cesiones temporales) se redujo hasta el 2,4% en agosto, desde el 2,9% de julio. La contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) al crecimiento interanual de este componente pasó a ser negativa en agosto, debido a las significativas salidas que registraron los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, lo que podría guardar relación con el hecho de que los inversores institucionales desplazaran sus fondos hacia activos alternativos no incluidos en M3. Los hogares siguieron siendo los que más contribuyeron a los depósitos de M3, como reflejan los considerables flujos de entrada mensuales en los depósitos a la vista de este sector.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se redujo hasta el 0,5% en agosto, frente al 1% de julio (véase cuadro 2). El crédito otorgado a las Administraciones Públicas mantuvo una elevada tasa de crecimiento, aunque esta fue significativamente inferior a la observada en julio, sobre todo debido a un efecto de base. Entre los componentes de esta partida, los préstamos registraron unas amortizaciones netas moderadas en agosto. En cambio, las IFM aumentaron ligeramente sus tenencias de valores de deuda pública. Al mismo tiempo, las IFM de algunos países vendieron volúmenes considerables de estos instrumentos, en parte a no residentes, en el contexto de la mejora del clima de los mercados, que también tuvo su reflejo en la reducción de los rendimientos de la deuda soberana.

La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado volvió a disminuir en agosto, hasta el -1,2%, frente al -0,9% de julio, debido principalmente a dos factores. En primer lugar, en agosto se observaron considerables amortizaciones netas mensuales de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras, por lo que el crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) pasó a ser negativo y se situó en el -0,2% en dicho mes, frente al 0,1% de julio. En segundo lugar, el crecimiento interanual de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado en poder de las IFM fue significativamente más negativo, reflejando, en parte, la reversión de anteriores operaciones de titulización.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) volvió a disminuir, situándose en el -0,5% en agosto, frente al -0,2% de julio (véase cuadro 3), como consecuencia, en gran parte, de las considerables amortizaciones netas mensuales de agosto mencionadas anteriormente. Las amortizaciones netas se concentraron en los

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jul	2012 Ago
M1	51,9	1,4	1,9	2,3	2,8	4,5	5,1
Efectivo en circulación	8,9	4,5	6,2	6,1	5,5	5,9	5,2
Depósitos a la vista	43,0	0,8	1,0	1,5	2,2	4,3	5,0
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,4	3,4	2,3	2,7	2,8	2,2	0,8
Depósitos a plazo hasta dos años	18,6	3,1	2,0	3,4	2,7	0,7	-2,3
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,9	3,7	2,5	2,1	2,9	3,6	3,8
M2	91,3	2,3	2,1	2,5	2,8	3,5	3,2
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,7	-5,9	-3,6	-0,1	2,6	4,3	-0,5
M3	100,0	1,5	1,5	2,2	2,8	3,6	2,9
Crédito a residentes en la zona del euro		2,2	1,1	1,2	1,3	1,0	0,5
Crédito a las Administraciones Públicas		5,2	1,4	5,2	8,4	9,4	8,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		7,0	-2,1	-4,6	-1,7	1,3	1,7
Crédito al sector privado		1,6	1,1	0,3	-0,3	-0,9	-1,2
Préstamos al sector privado		2,3	1,8	0,7	-0,1	-0,4	-0,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,5	2,0	1,1	0,5	0,1	-0,2
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,5	2,6	0,4	-2,4	-4,4	-4,4

Fuente: BCE.

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

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

préstamos a corto y a medio plazo, mientras que el flujo de préstamos a largo plazo fue nulo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo sin variación en el 1 % en agosto. El flujo mensual fue moderadamente positivo y correspondió, sobre todo, a préstamos para adquisición de vivienda.

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 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jul	2012 Ago
Sociedades no financieras	42,7	1,6	1,7	0,7	0,1	-0,4	-0,8
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	<i>2,3</i>	<i>2,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,5</i>
Hasta un año	24,7	4,1	3,7	0,6	0,1	0,1	-0,3
De uno a cinco años	17,8	-2,8	-2,6	-3,0	-2,6	-2,7	-3,3
Más de cinco años	57,4	2,1	2,3	2,0	1,0	0,1	0,1
Hogares³⁾	47,8	3,0	2,2	1,2	0,4	0,3	0,2
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones²⁾</i>	-	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>
Crédito al consumo ⁴⁾	11,6	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-2,1	-2,4
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,6	4,0	3,0	1,8	0,9	0,8	0,8
Otras finalidades	15,8	2,4	1,8	0,9	0,2	-0,5	-0,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,1	4,2	-3,1	-5,4	-8,6	-11,2
Otros intermediarios financieros no monetarios	8,8	1,5	-0,2	-1,8	-3,3	-2,8	-3,4

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

En conjunto, los préstamos al sector privado no financiero de la zona del euro permanecen en un nivel bajo en términos históricos y continúan ocultando evoluciones visiblemente dispares entre países, debidas, entre otros motivos, a la diferente importancia de los factores de oferta y de demanda.

Por el lado de la demanda, la persistente debilidad de la actividad económica en un entorno de elevada incertidumbre, la baja confianza de los consumidores y las empresas, y la necesidad de reducir los altos niveles de deuda de los hogares y las empresas han seguido afectando a la toma de préstamos en algunos países de la zona del euro. Además, las empresas grandes y con un elevado nivel de caja de algunos países han sustituido la financiación bancaria por la financiación interna y en los mercados.

Por lo que respecta a los factores de oferta, las restricciones de capital de las entidades de crédito continúan obstaculizando la oferta de crédito a la economía real en algunos países de la zona del euro. La fragmentación de los mercados financieros también está contrayendo el crecimiento del crédito, aunque en distinta medida en los diferentes países. Al mismo tiempo, las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años han aliviado sustancialmente las presiones de financiación y los problemas de liquidez del sistema bancario, evitando así un desapalancamiento desordenado y brusco.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) continuó descendiendo en agosto, hasta situarse en el $-4,4\%$. Los depósitos a más de dos años registraron ligeras entradas en agosto, tras las fuertes salidas del mes anterior. Los valores distintos de acciones a largo plazo (a más de dos años) de las IFM en manos del sector tenedor de dinero siguieron registrando entradas poco significativas. Las IFM con dificultades de financiación probablemente continuaron sustituyendo, en parte, los valores distintos de acciones a su vencimiento por la liquidez recibida a través de las dos OFPML a tres años. Al mismo tiempo, las entidades de crédito siguieron recomprando sus propios valores distintos de acciones para mejorar sus ratios de capital.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una disminución de 46 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta agosto (véase gráfico 8). En términos mensuales, en agosto se observó un moderado flujo de entrada de capital —aunque menor que en julio—, que obedece a las compras de deuda pública de la zona del euro por parte de inversores extranjeros. En términos netos, el sector tenedor de dinero de la zona del euro también ha dejado de traspasar fondos hacia fuera de la zona del euro.

En conjunto, los datos de agosto confirman que el ritmo de crecimiento monetario y crediticio subyacente ha sido lento durante un largo período. Las condiciones de demanda explican gran parte de la actual debilidad de la actividad crediticia de las IFM. Al mismo tiempo, las restricciones de oferta

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.

afectan al crecimiento del crédito en varios países de la zona del euro. En otros países, algunas sociedades no financieras están financiando sus necesidades de capital circulante y sus inversiones recurriendo a fuentes de financiación internas y externas, en vez de utilizar los préstamos de las IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta el 4% en julio de 2012, como consecuencia del incremento de las emisiones de estos valores por parte de la mayoría de los sectores, salvo el de las instituciones financieras no monetarias. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras mantuvo la tendencia al alza registrada el año anterior, posiblemente relacionada con la moderada evolución de los préstamos bancarios. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas continuó disminuyendo, situándose en el 1% en julio.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se incrementó casi 30 puntos básicos en julio de 2012 con respecto al mes anterior, situándose en el 4% (véase cuadro 4). El principal factor determinante de este aumento fue el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que fue del 4,5%, alrededor de 2 puntos porcentuales por encima del nivel de junio. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo experimentó un leve avance y se situó justo por debajo del 4%. Sin embargo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones, que refleja mejor las tendencias a corto plazo, se redujo ligeramente, hasta el 3%. Utilizando la misma medida, las emisiones de deuda descendieron, o se mantuvieron prácticamente sin variación, en todos los sectores, con la notable excepción del sector de las IFM (véase gráfico 9). En concreto, las emisiones de las Administraciones Públicas se contrajeron hasta el 3,4% en julio, frente al 4,2% del mes precedente, mientras que las emisiones de las sociedades no financieras permanecieron casi sin cambios en el 11%.

En los últimos meses, a pesar de algunos indicios de recuperación de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo, la actividad de refinanciación ha seguido concentrada en las emisiones a

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Julio 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jun	2012 Jul
Valores distintos de acciones	16.858	3,5	3,1	4,1	4,2	3,8	4,0
IFM	5.644	1,9	3,3	4,6	3,8	3,4	4,2
Instituciones financieras no monetarias	3.289	-0,4	-1,2	-0,5	2,6	1,7	1,4
Sociedades no financieras	947	4,9	5,0	6,6	9,1	10,1	10,2
Administraciones Públicas	6.977	6,6	4,9	5,8	4,7	4,2	4,4
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.271	5,9	4,2	4,8	3,8	3,5	3,4
Otras Administraciones Públicas	706	14,6	13,2	16,8	14,3	11,7	14,8
Acciones cotizadas	4.062	1,9	1,6	1,6	1,4	1,1	1,0
IFM	310	12,4	10,0	10,8	10,0	7,7	5,8
Instituciones financieras no monetarias	287	5,0	5,2	3,6	3,1	2,8	2,8
Sociedades no financieras	3.464	0,4	0,3	0,3	0,3	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».

largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo repuntó hasta el 4,9% en julio, desde el 4,8% de junio. Al mismo tiempo, la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable disminuyó hasta el 0,4% en julio, manteniéndose por tanto en un nivel reducido.

Por sectores, en términos de tasas de crecimiento interanual, las emisiones de deuda aumentaron sobre todo en el caso de las IFM y de las Administraciones Públicas. Las emisiones de las sociedades no financieras también repuntaron ligeramente, hasta el 10,2% en términos interanuales, manteniendo así la tendencia al alza registrada desde 2011. En concreto, en julio, el mayor ritmo de avance de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo compensó con creces el descenso de las emisiones a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas se incrementó hasta el 4,4%, frente al 4,2% de junio, deteniendo así el descenso observado desde finales de 2011. Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, a partir del segundo semestre de 2009, las emisiones de deuda por parte de este sector han registrado una moderación sustancial, como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal adoptadas por los países de la zona del euro.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM aumentó por segundo mes consecutivo, situándose en el 4,2%, una subida de 70 puntos básicos con respecto a junio, que se debió, principalmente, al dinamismo de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias cayó desde el 1,7% de junio hasta el 1,4% de julio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión total de acciones cotizadas por parte de residentes

Gráfico 9 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

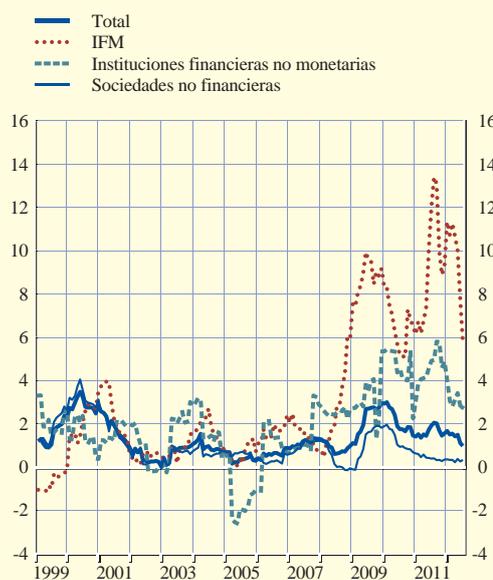
(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

en la zona del euro disminuyó hasta situarse en el 1 % en julio, principalmente debido a una moderación de las emisiones de acciones por parte de las IFM (véase gráfico 10). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de las acciones emitidas por las IFM cayó desde el 7,7 % de junio hasta el 5,8 % de julio, su nivel más bajo desde principios de 2011. En los seis primeros meses de 2012, el nivel sostenido de las emisiones de acciones de las IFM fue reflejo de la necesidad de los bancos de la zona del euro de reforzar sus balances reponiendo sus bases de capital. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras no monetarias se mantuvo prácticamente sin variación en julio, en el 0,3 % y el 2,8 %, respectivamente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron ligeramente entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2012. En el noveno período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 12 de septiembre, el eonia se mantuvo en un nivel bajo, reflejando el abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron ligeramente entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2012. El 2 de octubre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,12 %, el 0,22 %, el 0,44 % y el 0,68 %, respectivamente, es decir 1, 5, 9 y 10 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— disminuyó 10 puntos básicos, hasta situarse en 57 puntos básicos el 2 de octubre (véase gráfico 11).

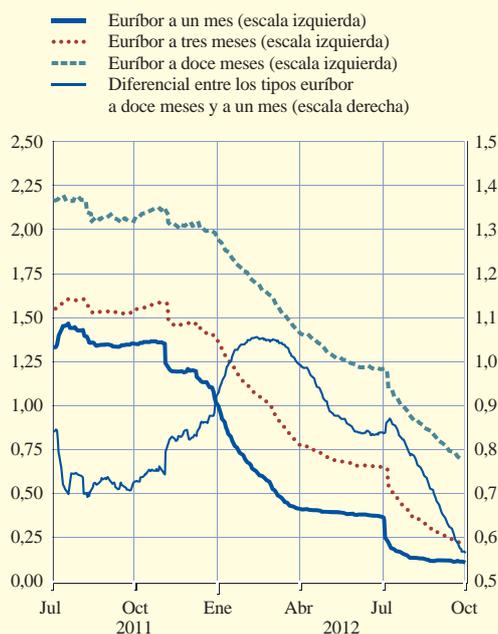
El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,09 % el 2 de octubre, 1 punto básico por encima del nivel observado el 5 de septiembre. El correspondiente euríbor disminuyó 5 puntos básicos y se situó en el 0,22 % el 2 de octubre, lo que hizo que el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo retrocediera 6 puntos básicos y se situara en 14 puntos básicos, manteniéndose así básicamente acorde con los niveles observados antes del verano de 2011.

El 2 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2012 y en marzo, junio y septiembre de 2013 se situaron en el 0,19 %, el 0,20 %, el 0,23 % y el 0,26 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 2, 2, 1 y 0 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de septiembre.

Las fluctuaciones del eonia fueron muy limitadas en septiembre, manteniendo el patrón observado

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

desde principios de año. El diferencial negativo entre el eonia y el tipo de las operaciones principales de financiación reflejó el volumen total del exceso de liquidez. Entre el 5 de septiembre y el final del octavo período de mantenimiento del año (11 de septiembre), el eonia permaneció estable entre el 0,10% y el 0,11%, en un contexto de persistente exceso de liquidez. El 2 de octubre, el eonia se situó en el 0,087% (véase gráfico 12).

Entre el 5 de septiembre y el 2 de octubre, el Eurosistema realizó varias operaciones de financiación, todas ellas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. En las operaciones principales de financiación del noveno período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 11, 18 y 25 de septiembre y 2 de octubre, el Eurosistema adjudicó 130,3 mm de euros, 119,9 mm de euros, 117,3 mm de euros y 102,9 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en septiembre: una operación de financiación a plazo especial el 11 de septiembre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 13,8 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 26 de septiembre (en la que se adjudicaron 18,7 mm de euros).

Además, el Eurosistema llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 11, 18 y 25 de septiembre y 2 de octubre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,75%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores, cuyo saldo vivo ascendía a un total de 209,5 mm de euros el 2 de octubre.

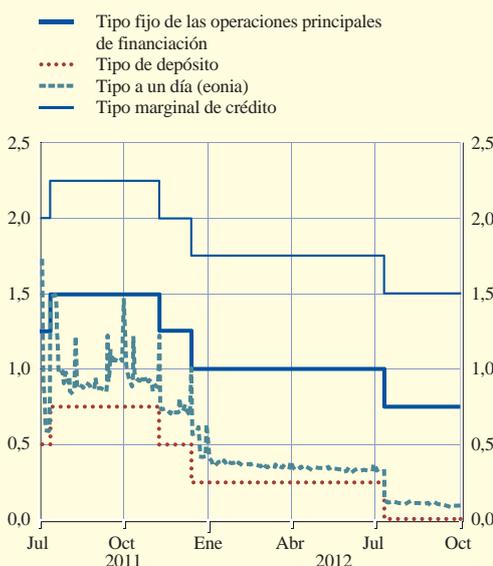
En el noveno período de mantenimiento del año, que comenzó el 12 de septiembre, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se situó en 311 mm de euros el 2 de octubre.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se incrementaron unos 20 puntos básicos en la zona del euro en la primera mitad de septiembre, antes de retroceder hasta los niveles observados a finales de agosto, y el 2 de octubre se situaron en torno al 1,9%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo registraron un aumento de unos 10 puntos básicos entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, fecha en que se situaron alrededor del 1,6%. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras descendieron considerablemente y, en consecuencia, los diferenciales de la deuda pública frente a los bonos alemanes se redujeron. Durante el período de referencia, la evolución de los mercados de renta fija reflejó fundamentalmente la mejora del clima de los mercados tras el anuncio por

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

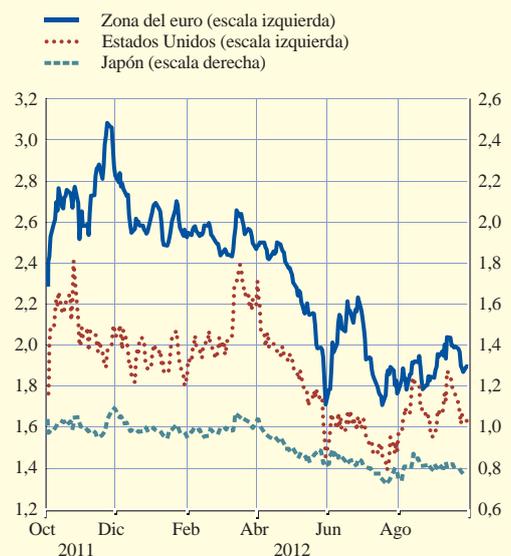
parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa y la aprobación definitiva del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) por parte del Tribunal Constitucional Federal alemán. Hacia el final del período considerado, la preocupación de los mercados sobre las perspectivas económicas y la evolución de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro influyeron negativamente en el clima de los mercados. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, siguió disminuyendo. Aunque los indicadores basados en los mercados han mostrado cierta volatilidad, sugieren que las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

En la primera mitad del período comprendido entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se incrementaron 20 puntos básicos aproximadamente, antes de retroceder hasta los niveles observados a finales de agosto, y el 2 de octubre se situaron en torno al 1,9%. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo se elevaron 10 puntos básicos durante el período de referencia, y el 2 de octubre se situaron alrededor del 1,6%, siguiendo el mismo patrón de aumento en la primera mitad de septiembre y de posterior descenso en la segunda quincena del mes (véase gráfico 13).

La evolución de los mercados de deuda soberana en la primera mitad de septiembre reflejó el clima favorable de los mercados ante el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa y una mejora adicional de dicho clima después del anuncio. Esto vino acompañado de un aumento del apetito de los inversores por la deuda pública de los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras, lo que facilitó la reversión de los anteriores desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. El impulso positivo observado en los mercados de la zona del euro se vio reforzado por la aprobación definitiva del MEDE por parte de Tribunal Constitucional Federal alemán. Además, el programa de adquisiciones indefinidas de bonos de titulización hipotecaria de agencias anunciado por la Reserva Federal de Estados Unidos sirvió de apoyo a los valores de más riesgo y contribuyó a reducir los riesgos de cola, impulsando, en general, al alza los rendimientos de la deuda pública de emisores soberanos con calificación AAA. No obstante, en la segunda mitad de septiembre, la preocupación de los mercados acerca de las perspectivas económicas y la evolución de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, particularmente España, así como el «precipicio fiscal» al que se acerca Estados Unidos neutralizaron, en cierta medida, las noticias positivas de la primera mitad del mes.

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.
 Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

El diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro descendió ligeramente y el 2 de octubre se situó en torno a 30 puntos básicos. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo se mantuvieron próximos al 0,8% durante el período de referencia, ligeramente por encima de los niveles más bajos registrados desde 2003.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, volvió a disminuir en septiembre unos 100 puntos básicos y se situó en el 6,5% el 2 de octubre. Pese a la reducción registrada recientemente, la volatilidad de estos mercados en la zona del euro sigue siendo elevada en términos históricos y se encuentra en niveles próximos a los vigentes justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. En Estados Unidos, la volatilidad implícita descendió 50 puntos básicos y se situó en torno al 4,3% a principios de octubre, alrededor de 200 puntos básicos por debajo de los niveles observados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. En Japón, la volatilidad implícita se mantuvo prácticamente sin cambios, aproximadamente en el 2%.

En cuanto a la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, el incremento general de los rendimientos de la deuda pública de emisores soberanos con calificación AAA fue acompañado de un descenso de los rendimientos de los bonos de los emisores soberanos sometidos a tensiones financieras, lo que se tradujo en una reducción de los diferenciales de la deuda pública de la mayor parte de los países de la zona. Más concretamente, en el período analizado, los diferenciales de rendimientos de la deuda soberana a diez años frente a los bonos soberanos alemanes disminuyeron en todos los países de la zona del euro excepto en uno. El mayor descenso, de más de 400 puntos básicos, fue, con diferencia, el experimentado por Grecia, mientras que los diferenciales de los otros dos países acogidos a programas de asistencia financiera, Irlanda y Portugal, retrocedieron en torno a 100 y 40 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales de Italia y España también registraron una disminución sustancial, de más de 100 puntos básicos. Estos descensos se produjeron en el contexto del anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa, lo que pareció reducir las primas de riesgo, incluidas las relacionadas con los temores acerca de una posible ruptura de la zona del euro. En estos países se observaron mejoras similares o incluso más significativas en los segmentos a corto plazo del mercado. Dado que los rendimientos de la deuda pública de la mayoría de los demás países de la zona se mantuvieron prácticamente sin cambios, sus diferenciales frente a la deuda pública alemana descendieron, debido al incremento del rendimiento de esta última. Únicamente los rendimientos de la deuda pública finlandesa aumentaron más que los de los bonos alemanes, lo que hizo que el diferencial fuera más amplio a principios de octubre que a finales de agosto.

Gráfico 14 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: Las series de volatilidad implícita reflejan las tasas de variación anualizadas esperadas de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania, Japón y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados.

Los rendimientos de la deuda pública a diez años indiciada a la inflación de la zona del euro aumentaron unos 20 puntos básicos en la primera mitad de septiembre, antes de retroceder hasta los niveles observados a finales de agosto, cuando se situaron en torno al $-0,2\%$ (véase gráfico 15). Los rendimientos de los bonos a cinco años correspondientes se mantuvieron prácticamente sin variación, alrededor del $-0,8\%$. Los bajos niveles de los tipos de interés reales a largo plazo continúan reflejando la percepción bastante pesimista de los inversores en relación con las perspectivas de crecimiento a medio plazo y la existencia de riesgos a la baja para las perspectivas económicas.

En cuanto a la percepción de la inflación, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro siguió fluctuando alrededor del $2,6\%$, en un entorno volátil, influido por la crisis de la deuda soberana, durante el período de referencia (véase gráfico 16). El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal se mantuvo prácticamente sin variación en ese período, en torno al $2,3\%$. Los niveles ligeramente elevados de las tasas de inflación implícita reflejan varios factores técnicos. En primer lugar, la reversión parcial de los anteriores desplazamientos de fondos hacia bonos nominales con calificación AAA ejerció ciertas presiones al alza sobre las tasas de inflación implícita a largo plazo. En segundo lugar, los bonos italianos con calificación inferior a AAA indiciados a la inflación quedaron excluidos de algunos de los principales índices bursátiles, lo que conllevó una reestructuración de carteras en favor de bonos indiciados a la inflación con calificación AAA e impulsó adicionalmente al alza las tasas de inflación implícita a largo plazo. Además, en la zona del euro aumentó la demanda general de protección frente a la inflación, ya que el importe máximo de las cuentas de ahorro indiciadas a la inflación

Gráfico 15 Rendimiento de los bonos cupón cero indiciados a la inflación de la zona del euro

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



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

Gráfico 16 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* de inflación

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



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

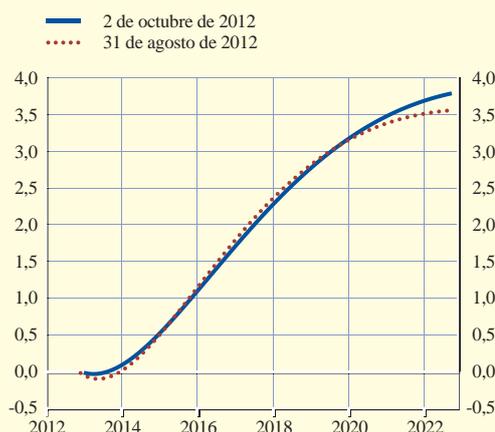
(las cuentas «Livret A») de Francia se incrementó el 1 de octubre y se espera que vuelva a elevarse en los próximos meses. En general, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación siguen estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios².

El patrón general de rendimientos 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 17). Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, la curva de tipos *forward* a un día de la zona observada el 2 de octubre se desplazó unos 20 puntos básicos al alza con respecto a la registrada a finales de agosto. No obstante, en el caso de los vencimientos a más corto plazo, la curva de tipos *forward* prácticamente no se modificó.

Entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras de la zona del euro experimentaron una caída (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). Estos descensos fueron más acusados para los emisores con calificación más baja, mientras que los diferenciales de los bonos con calificación AA y AAA solo se redujeron marginalmente. En ese mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se incrementaron ligeramente para todas las calificaciones crediticias excepto para los emisores con calificación BBB, cuyos diferenciales disminuyeron unos 10 puntos básicos. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas, especialmente en el sector financiero.

Gráfico 17 Curva de tipos *forward* a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

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

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

En julio de 2012, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras y a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron un descenso o prácticamente no se modificaron. En cambio, los tipos de interés del crédito a hogares para consumo se incrementaron ligeramente. El diferencial entre los tipos de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se amplió en julio, en un contexto de elevada volatilidad en los mercados de deuda pública.

² Para un análisis más detallado del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, véase el artículo titulado «Evaluación del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

En julio de 2012, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo de los hogares prácticamente no se modificaron o aumentaron ligeramente, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras experimentaron un leve descenso. De igual modo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares apenas registraron variaciones, mientras que los de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras disminuyeron (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron básicamente sin cambios, en el 3,1 %, mientras que los del crédito al consumo, que son más volátiles, se incrementaron hasta el 5,8 % en julio, frente al 5,6 % de junio. En promedio, los tipos de interés de los descubiertos de los hogares se redujeron 15 puntos básicos, hasta el 8,5 %. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo de los créditos de hasta un millón de euros permanecieron prácticamente sin variación, en el 4,1 %, mientras que los aplicados a los créditos de más de un millón de euros disminuyeron 16 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4 %. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras también retrocedieron, en este caso 12 puntos básicos, hasta el 4,1 %. En conjunto, dado que el euríbor registró un descenso de unos 25 puntos básicos en julio de 2012, el diferencial entre el tipo de interés a tres meses del mercado monetario y los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras se amplió (véase gráfico 19).

Gráfico 18 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

Gráfico 19 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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

- Crédito a las sociedades no financieras de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- 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 y créditos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Desde una perspectiva de más largo plazo, desde principios de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras han descendido. Es posible que esta evolución refleje la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE aplicados desde noviembre de 2011. Además, la reducción de los tipos de interés de los créditos a corto plazo también puede deberse a la mejora de la situación de liquidez de las entidades de crédito en el contexto de las dos operaciones de financiación a plazo más largo a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012, así como a la ampliación de la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones del Eurosistema.

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares prácticamente no se modificaron en julio, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras descendieron. La mayor parte de los tipos de los préstamos a largo plazo otorgados a hogares para adquisición de vivienda siguieron disminuyendo, mientras que la evolución de los tipos de interés de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras fue dispar (véase gráfico 20). Concretamente, los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial se redujeron 15 puntos básicos, hasta el 3,3 %, registrando mínimos históricos. En cuanto a las sociedades no financieras, en promedio, los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial cayeron alrededor de 10 puntos básicos, hasta el 4,3 %. En cambio, en promedio, los tipos aplicados a los créditos de más de un millón de euros a más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial se incrementaron casi 10 puntos básicos y se situaron en el 3,4 %, y los de los créditos de más de un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial se mantuvieron prácticamente sin cambios, en el 3,3 %.

Desde una perspectiva de más largo plazo, entre enero y julio de 2012, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentó, en general, fundamentalmente como consecuencia de las presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA en un contexto de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Al mismo tiempo, la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo disminuyeron, reflejando la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, así como la eficacia de las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el BCE para afrontar las restricciones de financiación de las entidades de crédito.

Gráfico 20 Tipos de interés a largo plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a largo plazo

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y el 2 de octubre de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 3% tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En concreto, las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro registraron acusados aumentos, tras el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa y de la resolución del Tribunal Constitucional alemán sobre el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La preocupación de los mercados acerca de la estabilidad financiera disminuyó, reduciendo así la inquietud de los participantes en el mercado en torno a los riesgos de cola. En Estados Unidos, el anuncio de la adopción de nuevas medidas de estímulo, centradas en los activos de mayor riesgo, también redujo sustancialmente la aversión al riesgo, lo que impulsó los precios de las acciones. A finales de septiembre, la publicación de datos que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo influyó en las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos. La incertidumbre reinante en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, continuó disminuyendo durante el período de referencia en ambas áreas económicas.

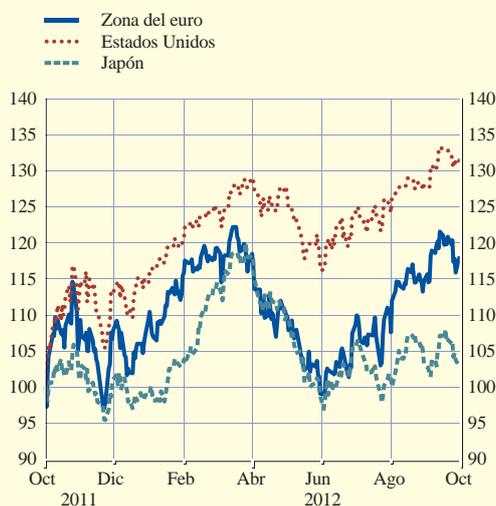
En la primera mitad de septiembre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón experimentaron un aumento significativo, pero descendieron en la segunda quincena del mes (véase gráfico 21). En conjunto, entre finales de agosto y el 2 de octubre, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, así como las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 3%. En ese período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, prácticamente no se modificaron.

El incremento observado en la zona del euro estuvo principalmente impulsado por la fuerte recuperación de las cotizaciones bursátiles del sector financiero, que aumentaron alrededor del 6% durante el período de referencia. Los precios de las acciones del sector no financiero también registraron una subida, si bien a un ritmo más lento, de aproximadamente el 2%. De igual modo, en Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero superaron a las del sector no financiero, aunque en menor medida que en la zona del euro.

La percepción de los participantes en el mercado acerca del compromiso de los responsables de la política económica de adoptar las medidas necesarias para resolver la crisis, así como las iniciativas políticas encaminadas a reforzar la estabilidad financiera, contribuyeron a los buenos resultados registrados en el segmento financiero de la zona del euro. En concreto, se observaron fuertes subidas de las cotizaciones bursátiles después de que, a principios de septiembre, el BCE anunciara las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa. La resolución del Tribunal Constitucional

Gráfico 21 Índices bursátiles

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



Fuente: Thomson Reuters.

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

alemán sobre el MEDE también contribuyó a la mejora del clima de los mercados. En Estados Unidos, el anuncio de la adopción de nuevas medidas de estímulo efectuado a mediados de septiembre, centradas en los activos de mayor riesgo, también impulsó considerablemente el apetito por el riesgo de los inversores. Este impulso positivo revirtió hacia finales de mes, como consecuencia de la publicación de datos peores de lo esperado que apuntaban a un deterioro de las perspectivas económicas a corto plazo. En particular, los datos más recientes procedentes de encuestas indicaban una débil evolución de la actividad en la zona del euro, especialmente en Alemania y Francia. En Estados Unidos, los datos publicados recientemente proporcionaron señales dispares: el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2012 fue revisado a la baja, mientras que el mercado de la vivienda continuó recuperándose. Además, la preocupación de los mercados en torno a la evolución de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, particularmente España, así como el «precipicio fiscal» al que se acerca Estados Unidos, influyeron negativamente en las cotizaciones bursátiles. Los anuncios de beneficios siguieron siendo neutros, en general, a ambos lados del Atlántico, y no influyeron de manera significativa en la evolución de los precios de las acciones.

A nivel de países, las cotizaciones bursátiles experimentaron subidas en la mayor parte de los países de la zona del euro, especialmente en la primera mitad de septiembre. No obstante, la magnitud de estos aumentos fue diferente, ya que las cotizaciones de los países en los que las tensiones financieras han sido especialmente agudas en los últimos meses registraron avances más acusados.

La incertidumbre reinante en los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, continuó disminuyendo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, antes de aumentar hacia finales de septiembre. En conjunto, en tasa anualizada, la volatilidad implícita retrocedió 3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 21 % en la zona del euro, y 2 puntos porcentuales, hasta el 13 %, en Estados Unidos (véase gráfico 22). Aunque esta volatilidad sigue siendo más baja en Estados Unidos que en la zona del euro, en ambos casos los niveles actuales se aproximan a los más bajos registrados desde principios de año y a los observados antes de la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 22 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.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en septiembre de 2012, en comparación con el 2,6% de agosto. Esta tasa es más alta de lo esperado, como consecuencia principalmente de las subidas de los impuestos indirectos y de anteriores incrementos de los precios de la energía denominados en euros. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación podrían permanecer en niveles elevados, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo moderadas. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC fue del 2,7% en septiembre de 2012, en comparación con el 2,6% de agosto (véase cuadro 5). Es probable que este aumento refleje tanto una respuesta retardada a anteriores incrementos de los precios de la energía denominados en euros como a las subidas de los impuestos indirectos. De acuerdo con la información del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, los precios medios de consumo de los productos derivados del petróleo (combustible para transporte y calefacción) en la zona del euro alcanzaron máximos históricos durante el verano de 2012, a pesar de que los precios del crudo en dólares norteamericanos se mantuvieron algo por debajo de los niveles observados brevemente a mediados de 2008. En el recuadro 4, titulado «Evolución reciente de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo», se examinan detalladamente los principales componentes de la cadena de precios de los productos derivados del petróleo, desde los precios del crudo hasta los precios de consumo finales, como los tipos de cambio, los márgenes de refino y distribución y los impuestos.

Los datos más recientes de Eurostat incluyen, por vez primera, estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC, es decir, energía, alimentos, servicios y bienes industriales no energéticos. Esta información muestra que el aumento de la tasa interanual de inflación correspondiente a septiembre se debió principalmente a las subidas de los componentes de energía y servicios, que solo se vieron contrarrestadas en parte por las caídas observadas en los componentes de bienes industriales no energéticos y de alimentos.

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2012 Abr	2012 May	2012 Jun	2012 Jul	2012 Ago	2012 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4	2,6	2,7
Energía	7,4	11,9	8,1	7,3	6,1	6,1	8,9	9,2
Alimentos	1,1	2,7	3,1	2,8	3,2	2,9	3,0	2,9
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	2,1	1,8	3,1	2,9	3,5	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,7	3,4	3,2	2,9	2,7	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,3	1,3	1,5	1,1	0,8
Servicios	1,4	1,8	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8	2,0
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	2,6	2,3	1,8	1,6	2,7	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	91,4	86,0	76,4	83,4	90,5	87,9
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-3,8	-0,3	0,8	4,7	6,5	4,6

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

1) La inflación medida por el IAPC de septiembre de 2012 y sus componentes (excluidos alimentos no elaborados y alimentos elaborados) corresponden a una estimación preliminar de Eurostat.

Recuadro 4

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO

Durante septiembre de 2012, los precios medios de consumo de los productos derivados del petróleo (combustible para transporte y calefacción doméstica) alcanzaron, en la zona del euro, máximos históricos, pese al hecho de que los precios del crudo en dólares estadounidenses se mantuvieron algo por debajo de los niveles registrados durante un breve período a mediados de 2008. En este contexto, se analizan a continuación los principales componentes de la cadena de precios de los productos derivados del petróleo, desde los precios del crudo hasta los precios de consumo finales, como los tipos de cambio, los márgenes de refino y distribución y los impuestos¹.

Precios del petróleo crudo y de los productos refinados

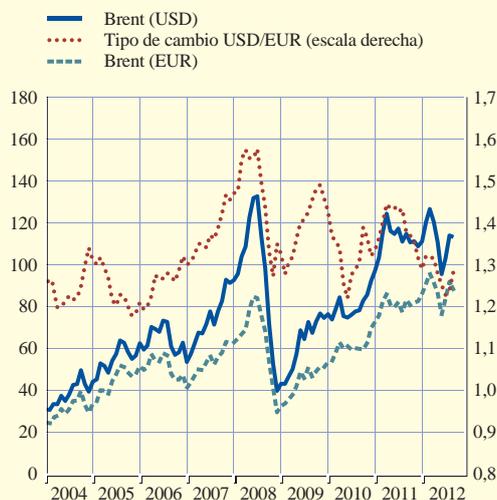
Los productos petrolíferos (tanto el crudo como los productos refinados) se negocian normalmente en los mercados internacionales en dólares estadounidenses, pero es su precio en euros lo que afecta a los precios de consumo de la zona del euro. A este respecto, el tipo de cambio entre el dólar y el euro se situó en torno a 1,28 dólares en septiembre de 2012, frente a 1,58 en julio de 2008. Por consiguiente, los precios del crudo, que en términos de dólares estadounidenses eran considerablemente más bajos en septiembre de 2012 que en julio de 2008 (114 dólares el barril frente a 134 dólares el barril, respectivamente) eran, en realidad, algo más elevados si se miden en euros (89 euros el barril frente a 85 euros el barril; véase gráfico A).

Recorriendo la cadena de precios, el refino del crudo para obtener gasolina o gasóleo añade un nuevo elemento. El gráfico B muestra los márgenes de refino de la gasolina y del gasóleo, que se calculan

1 Véase también el recuadro titulado «La evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, enero de 2012.

Gráfico A Precios del crudo en USD y euros y tipo de cambio USD/EUR

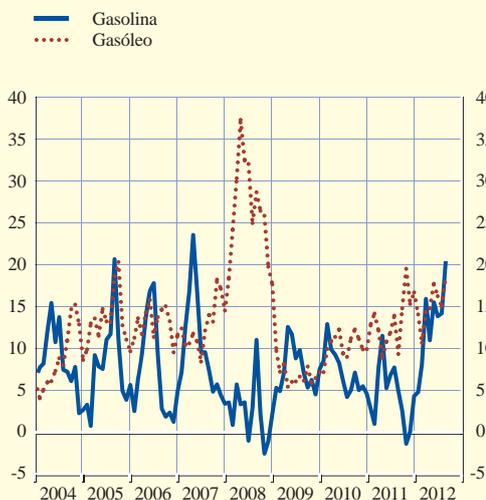
(USD/EUR por barril; medias mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico B Márgenes de refino

(USD por barril; medias mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos de los expertos del BCE.

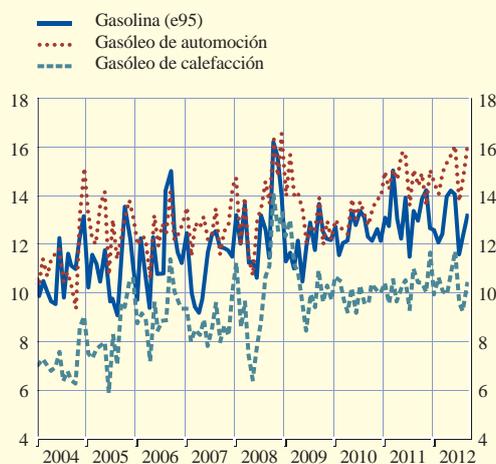
simplemente por la diferencia entre el precio del producto refinado y el precio del crudo. Los márgenes de refino se declaran en dólares estadounidenses, dado que los precios de mercado cotizan en esa moneda, aunque cabe señalar que es el nivel de dichos márgenes en euros lo que más afecta a los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro². En comparación con la situación vigente a mediados de 2008, los márgenes de refino de la gasolina y del gasóleo se han desplazado en diferentes direcciones. Los correspondientes al gasóleo de automoción y de calefacción, aunque siguen siendo relativamente altos en términos históricos (20 dólares estadounidenses el barril) son más bajos, mientras que los de la gasolina son más elevados³. El nivel actual de los diferenciales en el caso de la gasolina es también muy distinto del registrado a finales de 2011, cuando los diferenciales de los productos derivados del petróleo se adentraron incluso en territorio negativo. Los analistas del sector atribuyen este cambio más reciente en la evolución de los márgenes de refino a una reducción del exceso de capacidad productiva resultante de una combinación de cierres temporales y permanentes de refinerías⁴. Además de afectar a los niveles de los márgenes, la reducción del exceso de oferta podría dar lugar también a una mayor volatilidad de los márgenes de refino.

Costes y márgenes de distribución

Los siguientes pasos en la cadena de precios son los costes y los márgenes de distribución de los productos refinados a los consumidores, que pueden estimarse utilizando datos sobre los precios de consumo de los combustibles para el transporte y de los combustibles líquidos para la calefacción doméstica procedentes del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, y se calculan por la diferencia entre los precios de los productos refinados y los precios de consumo antes de impuestos. Por lo que respecta a los costes y márgenes de distribución, la mayoría de los movimientos de los precios (en euros) de los productos derivados del petróleo refinados tienden a transmitirse a los precios de consumo con relativa rapidez, con un ligero desfase de unas tres a cinco semanas antes de que la transmisión sea completa⁵. Esto significa que, a muy corto plazo, los márgenes de distribución amortiguan, hasta cierto punto, los movimientos de los precios del petróleo. En general, aunque se observa una ligera deriva al alza a lo largo del tiempo, los márgenes de distribución no parecen establecerse como un incremento porcentual sobre los precios

Gráfico C Costes y márgenes de distribución

(céntimos de euro por litro; medias mensuales)



Fuentes: Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.
Nota: Datos del Boletín Petrolífero disponibles hasta el 24 de septiembre de 2012.

- 2 En este recuadro, se utilizan los precios del Brent para el petróleo crudo y los precios de Rotterdam para los productos refinados por considerarse que representan los principales indicadores de referencia de estos precios en Europa.
- 3 En 2008, los márgenes de refino del gasóleo de automoción y calefacción fueron especialmente elevados. Lo más probable es que ello se debiera a una combinación de factores, entre ellos, la fuerte demanda tanto dentro como fuera de Europa y las restricciones de oferta.
- 4 La Agencia Internacional de la Energía (AIE) informa en su publicación Oil Market Report de agosto de 2012 que «el volumen de refino de Europa se situó 280 kb/d por debajo de las tasas del año anterior, con el cierre de más de 0,8 mb/d de capacidad desde comienzos de 2011». Estos 0,8 mb/d equivalen, aproximadamente, al 5 % de la capacidad total estimada. La AIE estimaba las tasas de capacidad de utilización en torno al 77 % en junio de 2012. Véase un análisis detallado de la industria del refino europea en I. Muller, «Can Europe retain its domestic refining industry?», *European Energy Journal*, vol. 2, n.º 2, abril de 2012, pp. 21-36.
- 5 Véanse una descripción y un análisis más detallados en A. Meyler, «The pass-through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, n.º 6, noviembre de 2009, pp. 867-881.

del petróleo crudo o de los productos refinados ni han sido un factor clave determinante de los movimientos de los precios de consumo del petróleo (véase gráfico C). En comparación con las cifras de mediados de 2008, los costes y los márgenes de distribución de la gasolina registran actualmente niveles ligeramente más bajos, mientras que los del gasóleo de automoción y calefacción son algo más altos.

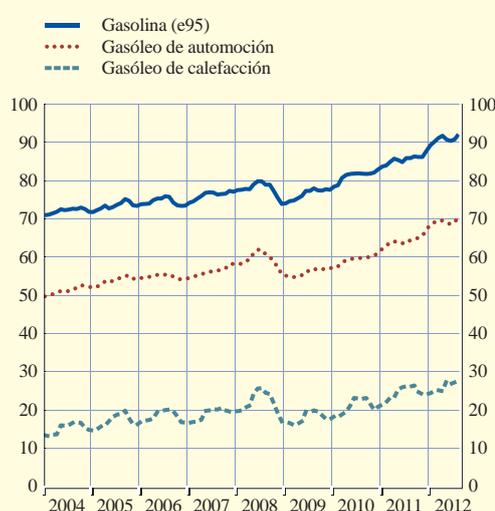
Impuestos indirectos

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, pueden adoptar la forma de impuestos especiales (como una cantidad determinada por litro) o de impuesto sobre el valor añadido (IVA, que se especifica como porcentaje tanto del precio antes de impuestos como del impuesto especial). Dado que los impuestos especiales constituyen un gravamen por un importe fijo, no varían cuando se modifican los precios antes de impuestos. Por el contrario, como el IVA se aplica en forma de porcentaje del precio antes de impuestos, un incremento de los precios del crudo que se transmita a los precios de consumo también se traducirá en un aumento del importe del IVA incluido en el precio final.

En los últimos años, debido en parte a las fuertes presiones sobre las finanzas públicas, se han producido varios incrementos tanto del impuesto especial sobre los productos energéticos como de los tipos generales del IVA, especialmente a partir de

Gráfico D Total impuestos indirectos

(céntimos de euro por litro; medias mensuales)



Fuentes: Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos del Boletín Petrolífero disponibles hasta el 24 de septiembre de 2012.

Cuadro Desagregación de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro

(céntimos de euro por litro, salvo indicación en contrario)

	Gasolina		Gasóleo de automoción		Gasóleo de calefacción	
	Julio 2008	Septiembre 2012	Julio 2008	Septiembre 2012	Julio 2008	Septiembre 2012
Petróleo crudo (USD/barril)	133,9	113,9	133,9	113,9	133,9	133,9
Tipo de cambio USD/EUR	1,58	1,28	1,58	1,28	1,58	1,28
Petróleo crudo (EUR/barril)	84,9	88,8	84,9	88,8	84,9	88,8
(1) Petróleo crudo	53,4	37%	55,8	33%	53,4	53%
(2) Costes y márgenes de refino	-0,4	0%	9,8	6%	13,2	9%
(3) Costes y márgenes de distribución	13,2	9%	13,2	8%	13,6	10%
(4) Precio de consumo antes de impuestos	66,2	45%	78,8	46%	80,2	56%
(5) Impuestos	79,9	55%	92,4	54%	80,7	53%
De los cuales:						
(5a) Impuestos especiales	56,4	39%	63,8	37%	39,4	28%
Tipo del IVA (%)	19,1	20,0	18,8	19,7	19,0	19,7
(5b) IVA	23,4	16%	28,6	17%	22,5	16%
(6) Precio de consumo final	146,1	100%	171,2	100%	101,2	100%

Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters, Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos del Boletín Petrolífero disponibles hasta el 24 de septiembre de 2012.

2010. En comparación con mediados de 2008, los impuestos especiales y el IVA sobre los precios de los combustibles han aumentado para todos los tipos de combustibles (véase gráfico D). En promedio, los tipos del IVA se han incrementado menos de 1 punto porcentual, mientras que el impuesto especial ha aumentado más en el caso de la gasolina y el gasóleo de automoción que en el del gasóleo de calefacción.

Conclusiones

En el cuadro se ilustra numéricamente por qué los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro han alcanzado recientemente máximos históricos. Cada uno de los componentes se ha convertido a céntimos de euro por litro para facilitar la comparación. Considerando, en primer lugar, los precios de consumo finales de la gasolina, incluidos los impuestos, en septiembre de 2012, dichos precios se situaban, en promedio, en 171,2 céntimos de euro por litro en la zona del euro (un aumento de 25,1 céntimos de euro con respecto al nivel de 146,1 céntimos registrado en julio de 2008, cuando los precios del crudo, en dólares estadounidenses, alcanzaron su nivel máximo). Aproximadamente la mitad de este aumento fue atribuible a los impuestos indirectos (que aumentaron de 79,9 a 92,4 céntimos de euro por litro, como resultado de una combinación de varios factores: incremento de los impuestos especiales, incremento de los tipos del IVA e interacción del IVA con el incremento de los precios antes de impuestos). También aumentaron los precios de consumo antes de impuestos, a pesar del descenso de los precios del crudo en dólares estadounidenses, como consecuencia de las fluctuaciones del tipo de cambio y del incremento de los márgenes de refino. Estos últimos fueron ligeramente negativos en julio de 2008, pero ascendieron a 9,8 céntimos de euro por litro en septiembre de 2012. Sin embargo, los costes y los márgenes medios de distribución de la gasolina se mantuvieron estables en 13,2 céntimos de euro por litro.

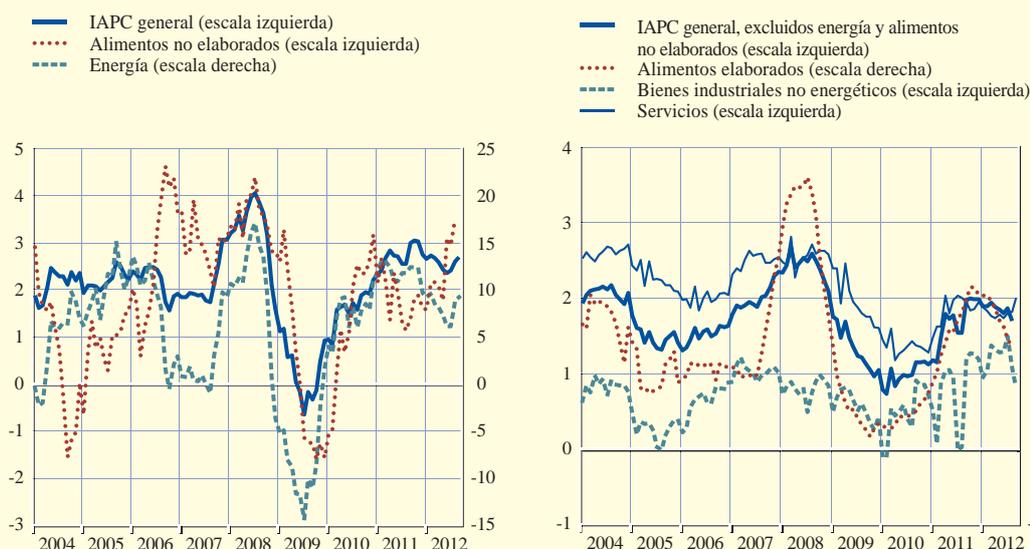
Por lo que respecta a los precios de consumo del gasóleo de automoción y de calefacción, se observan algunas similitudes con la evolución de los precios de la gasolina, pero también algunas diferencias notables. En lo tocante a las similitudes, tanto la evolución de los tipos de cambio como la de los impuestos indirectos contribuyeron a impulsar los precios al alza, aunque el incremento de los impuestos indirectos fue menos pronunciado. Sin embargo, los márgenes de refino tanto del gasóleo de automoción como del gasóleo de calefacción fueron, en septiembre de 2012, más bajos que los máximos históricos registrados a mediados de 2008 (8,9 céntimos de euro por litro frente a 13,2 céntimos de euro por litro). Otra diferencia es que, en promedio, los costes y márgenes de distribución aumentaron ligeramente para los dos tipos de gasóleo (hasta 16 y 10,4 céntimos de euro por litro, respectivamente).

Resumiendo, aunque los precios del crudo en dólares estadounidenses se situaron en septiembre de 2012 ligeramente por debajo del máximo registrado en 2008, los precios de consumo de los productos derivados del petróleo alcanzaron niveles récord debido a una combinación de factores: el descenso del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro, el aumento de los márgenes de refino (especialmente de la gasolina) y los incrementos de los impuestos indirectos (tanto los impuestos especiales como el IVA).

A partir de la estimación preliminar publicada por Eurostat se pueden ofrecer, en principio, ciertas explicaciones provisionales. El aumento general observado en la inflación medida por el IAPC de septiembre de 2012 estuvo asociado muy probablemente a las subidas de impuestos indirectos en algunos países. Si se consideran los principales componentes del IAPC, la tasa de crecimiento de los precios de la energía registró un avance del 9,2% en septiembre de 2012, frente al 8,9% de agosto (véase gráfico 23). Este incremento reflejó con toda probabilidad una respuesta retardada al incremento acumulado observado en los precios del crudo y del gas a principios de año.

Gráfico 23 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de inflación del componente alimenticio, que incluye los alimentos elaborados y los no elaborados, descendió del 3 % registrado en agosto de 2012 al 2,9 % de septiembre. La tendencia descendente observada principalmente en los precios de los alimentos elaborados puede atribuirse a la reducción de precios de las materias primas de principios de año. Las recientes subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias parecen haber sido breves y cualquier traslado a los precios de consumo llevaría varios meses.

Eurostat no publica ninguna estimación preliminar para la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que se situó en el 1,5 % en agosto de 2012, frente al 1,7 % de julio. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, consta de dos componentes principales: bienes industriales no energéticos y servicios, que se comportaron de forma diferente.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos siguió cayendo, hasta situarse en el 0,8 % en septiembre de 2012, desde el 1,1 % de agosto. La tasa de crecimiento de los precios de los servicios se situó en el 2 % en septiembre, frente al 1,8 % de agosto. En cierta medida, este incremento puede reflejar una subida de los impuestos indirectos y podría estar vinculado también a un cierto traslado de los aumentos de los precios de la energía a componentes tales como los servicios de transporte. Estos son factores transitorios y no deberían afectar a las presiones inflacionistas subyacentes, que se espera que sigan siendo moderadas en el entorno actual.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación de los precios industriales (excluida la construcción) pasó del 1,6 % registrado en julio al 2,7 % de agosto de 2012 (véanse cuadro 5 y gráfico 24). Este incremento es atribuible principalmente al fuerte aumento del componente energético (del 4,5 % de julio al 7,9 % de agosto). El índice de

precios industriales, excluida la construcción y la energía, creció un 1 % en agosto, en tasa interanual, con respecto al 0,8 % de julio

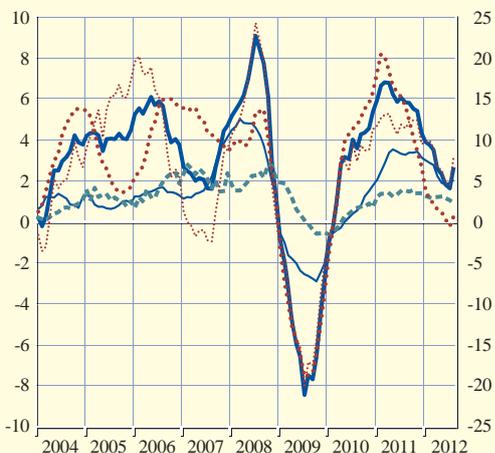
Si se consideran las últimas fases de la cadena de producción, la tasa interanual de variación del componente de bienes de consumo alimenticio del índice de producción industrial se elevó del 2,7 % en julio al 3,1 % en agosto. En concreto, este aumento se debió a alzas en los precios de producción de los aceites y las grasas, que se debieron muy probablemente a la reciente subida de los precios internacionales de importación de la soja y de algunos cereales. Los precios de importación de las materias primas alimenticias también se incrementaron en julio (véase gráfico 24), pero en menor medida que los precios internacionales de importación. La tasa de variación interanual de los bienes de consumo no alimenticio registró un ligero descenso, hasta situarse en el 0,7 % en agosto, desde el 0,8 % en julio. La tendencia a la baja de los precios de los bienes de consumo no alimenticio desde el inicio de 2012, junto con la moderada evolución de los precios de importación de las materias primas y de los bienes intermedios, sugiere que las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguen siendo limitadas.

Por lo que respecta a los resultados de las encuestas sobre precios industriales, tanto el índice de directores de compras (PMI) como las encuestas de la Comisión Europea indican que las expectativas de precios volvieron a mejorar en septiembre, aunque se mantuvieron muy por debajo de sus medias históricas (véase gráfico 25). Los datos procedentes de las encuestas sugieren también que la presión a la baja tanto sobre los precios de los bienes intermedios como sobre los de producción ha continuado disminuyendo en septiembre. En cuanto al PMI, el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero pasó de 48,1 en agosto a 54,5 en septiembre, mientras que el índice de precios de producción

Gráfico 24 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

también aumentó, aunque con más moderación, de 48,6 a 49,5 durante el mismo período, manteniéndose justo por debajo del umbral de 50. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea relativos a las expectativas de los precios de venta, en particular de los bienes de consumo, también aumentaron ligeramente en septiembre.

En general, las presiones latentes en las primera fases de la cadena de producción y de la cadena minorista han seguido siendo relativamente moderadas.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

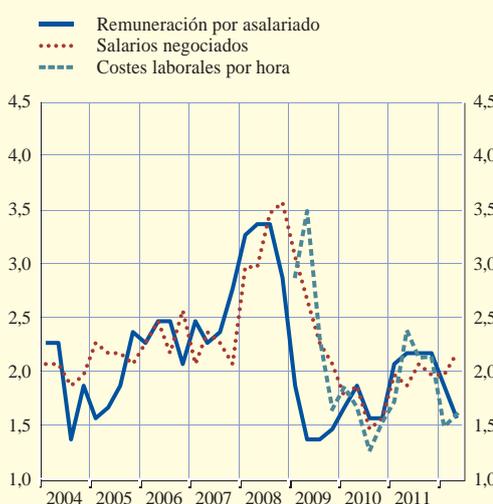
En consonancia con la debilidad de la actividad económica y con la continua atonía del mercado de trabajo, los indicadores de costes laborales publicados recientemente apuntan a una moderación de las presiones inflacionistas internas (véanse cuadro 6 y gráfico 26).

La remuneración por asalariado creció un 1,6%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el 1,9% del trimestre anterior. No obstante, dado que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo disminuyó del 0,4% del primer trimestre al 0,2% del segundo, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo en el 1,5% en el segundo trimestre del presente año.

En cambio, en promedio, los costes por hora trabajada de la zona del euro crecieron con algo más de rapidez de abril a junio de 2012, cifrándose este crecimiento en un 1,6%, en tasa interanual, frente al 1,5% del trimestre anterior (véase gráfico 27). En concreto, este incremento se debió a una aceleración del crecimiento de los costes laborales por hora en la industria y en la construcción, mientras que en el sector servicios se mantuvo sin cambios. En la economía no comercial, se observa una ralentización en el crecimiento de los costes laborales por hora. Los sueldos y salarios por hora aumentaron a casi la

Gráfico 26 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

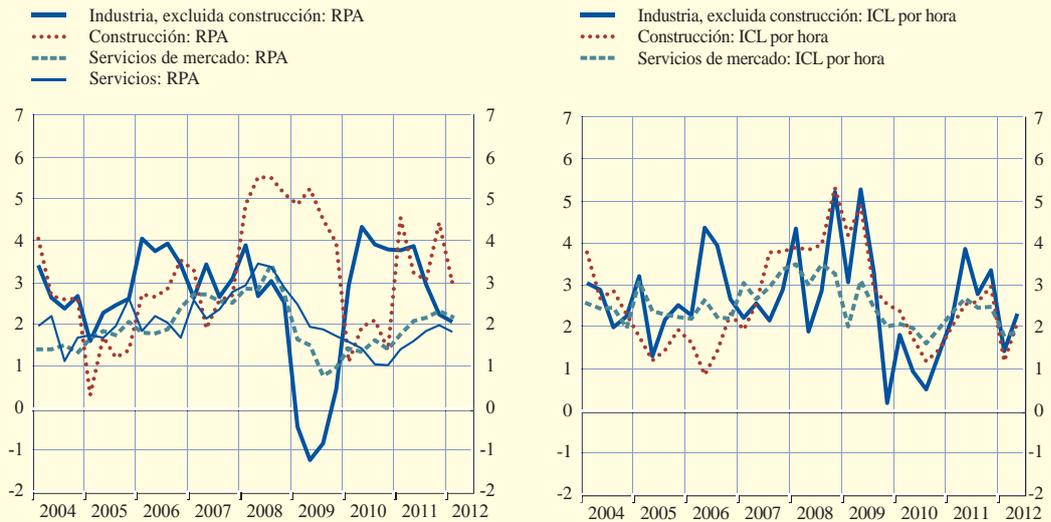
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 27 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

misma tasa que los costes laborales no salariales. La información preliminar disponible hasta julio de 2012 sobre los salarios negociados confirma el panorama de debilidad de los mercados de trabajo, que debería contribuir a contener las presiones salariales a través de una deriva salarial negativa.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,7% en septiembre de 2012, en comparación con el 2,6% de agosto. Esta tasa es más alta de lo esperado, como consecuencia principalmente de las subidas de los impuestos indirectos y de anteriores aumentos de los precios de la energía denominados en euros. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación podrían permanecer en niveles elevados, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo moderadas. Por tanto, los niveles de inflación actuales deberían seguir siendo transitorios y no provocar efectos de segunda vuelta.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza proceden principalmente de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de adoptar medidas de consolidación fiscal. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en caso de una reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, y con sus efectos sobre los componentes internos de la inflación. Si los responsables de la política económica de la zona del euro no logran contenerla con medidas efectivas, dicha reintensificación podría afectar a la baja al balance de riesgos.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas de opinión, confirman la continuación de una débil actividad económica en el tercer trimestre de 2012, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre. Se prevé que la economía de la zona del euro mantenga su debilidad en el futuro próximo y que solo se recupere muy gradualmente con posterioridad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales respaldan el dinamismo del crecimiento, pero es probable que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, la existencia de un desempleo elevado y la desigual recuperación a escala mundial lo sigan frenando. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

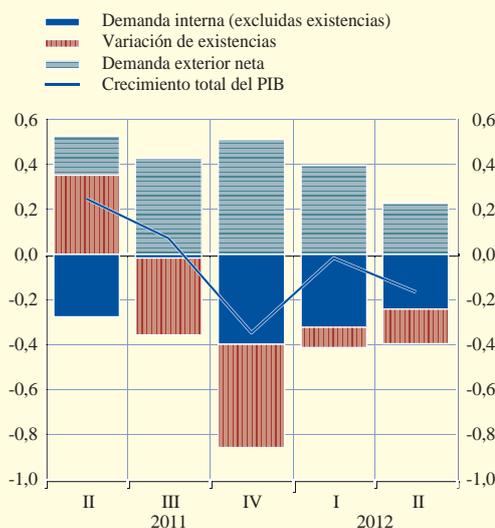
El PIB real se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior (véase gráfico 28). El continuo impulso positivo del comercio exterior se vio contrarrestado por la evolución negativa de la demanda interna y de la variación de existencias. Así pues, el producto se situó casi un 2,5% por debajo del nivel máximo alcanzado antes de la crisis en el primer trimestre de 2008. Los indicadores de corto plazo señalan que la debilidad de la actividad se mantendrá en el segundo semestre de 2012. En el recuadro 5 se describe el contenido informativo del precio de las acciones para el crecimiento económico.

El consumo privado se retrajo un 0,2% en el segundo trimestre de 2012, la misma tasa que en el trimestre precedente. Es muy probable que estos resultados reflejen el descenso del consumo de bienes al por menor y el retroceso de las compras de automóviles, que se vieron compensados en parte por la contribución ligeramente positiva del consumo de servicios.

Por lo que se refiere a las perspectivas a corto plazo, la información disponible tiende a confirmar la persistente debilidad del gasto en consumo. Aunque las ventas del comercio al por menor descendieron un 0,1% en julio, se situaron, sin embargo, en un nivel ligeramente por encima de la media del segundo trimestre de 2012. Las matriculaciones de automóviles aumentaron un 5,8%, en tasa intermensual, en agosto, invirtiendo solo en parte la reducción registrada en el mes anterior. La volatilidad observada en la evolución de las matriculaciones de automóviles en los últimos meses, que no es en modo alguno inusual desde un punto de vista histórico, refleja al menos en parte el impacto de las medidas fiscales relativas a la compra de automóviles adoptadas en algunos países. En los dos primeros meses del tercer trimestre, las matriculaciones de automóviles se situaron casi un 7% por debajo de la media del segundo trimestre, lo que supone un deterioro significativo en comparación con el segundo trimestre, cuando las matriculaciones cayeron un 0,5%, en tasa intertrimestral.

Gráfico 28 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

PRECIO DE LAS ACCIONES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En la zona del euro, los precios de las acciones han aumentado considerablemente desde junio de este año (véase el gráfico 20 de la sección 2.6) y todos los sectores han contribuido a este aumento. A principios de octubre, el Dow Jones EURO STOXX se situaba en torno a los 250 puntos, frente a los 209 puntos de comienzos de julio. La cuestión está en saber si estas subidas anticipan la recuperación económica. Si bien los precios de las acciones suele tener propiedades de indicador adelantado del crecimiento económico, es bien sabido que son mucho más volátiles que la economía real y que podrían proporcionar señales erróneas sobre el crecimiento económico. Además, las variaciones en sus precios no están determinadas necesariamente por las variables económicas fundamentales. En este recuadro se describe la relación entre el precio de las acciones y el crecimiento económico desde una perspectiva teórica y empírica.

Perspectiva teórica

Según la teoría común, el precio de una acción es igual a la suma de todos los dividendos futuros descontados a su valor actual. Los dividendos suelen sustituirse por la rentabilidad, suponiendo una ratio constante de dividendos sobre resultados después de impuestos. El factor de descuento puede dividirse en un componente sin riesgo y una prima de riesgo de las acciones. Este modelo de valor actual supone que el precio de las acciones tiene un papel de indicador adelantado. Unos precios de las acciones más elevados reflejan un incremento de la rentabilidad esperada descontada, y facilitan información potencialmente útil sobre el crecimiento económico futuro.

Los precios de las acciones también desempeñan un activo papel en la economía a través de distintos canales. Unos precios más elevados proporcionan un estímulo extra a los hogares y a las empresas que poseen acciones, ya sea directa o indirectamente —por ejemplo, a través de fondos de pensiones—, debido al efecto riqueza. Además, se considera que el mercado bursátil es un indicador general del estado de la economía, ya que los precios de las acciones afectan a la economía real a través de un canal de confianza. Un aumento de los precios de las acciones estimula la confianza de los hogares y las empresas y reduce su incertidumbre sobre la situación económica futura. La inversión también se beneficia de estos precios elevados a través de un menor coste del capital. Las empresas cotizadas pueden financiar su inversión de forma más barata emitiendo nuevas acciones. Unos precios de las acciones más elevados también aumentan la ratio entre el valor de mercado del capital instalado y el coste de reposición del capital. Un incremento de esta ratio, también conocida como la Q de Tobin, anima a las empresas a invertir más en capital. Unos precios más altos reflejan, asimismo, un aumento de los beneficios esperados y, por tanto, una mejora de las fuentes de financiación interna que se pueden utilizar, en última instancia, para la inversión. Este canal de financiación interna desempeña un papel especialmente importante cuando no se dispone de financiación externa o solo se puede disponer de ella a un coste elevado. Otro mecanismo a través del cual los precios de las acciones afectan a la disponibilidad y a los costes del crédito es que, cuando los precios son más altos, mejora la situación financiera de los hogares y las empresas. Ello permite, a su vez, que los hogares y las empresas tomen prestado de forma más fácil y barata, y se denomina canal del balance financiero. Por último, la prima de riesgo de las acciones proporciona información sobre el grado de aversión al riesgo que existe en la economía, que, a su vez, puede afectar a la economía real. Este canal funciona

a través del riesgo percibido en la tenencia de acciones y de la compensación que desean recibir los inversores por el riesgo en el que incurren¹.

Perspectiva empírica

A pesar de que existe una amplia literatura empírica sobre el contenido predictivo del precio de las acciones para la actividad económica, los resultados no son concluyentes. Algunos estudios proporcionan evidencia favorable a la relación positiva entre el precio de las acciones y el crecimiento económico, mientras que otros sostienen que esta relación se ha roto². Una explicación probable de la posible pérdida de contenido predictivo hace referencia a la existencia de burbujas en los mercados bursátiles durante un período prolongado. El precio de las acciones puede aumentar por encima de su valor intrínseco o fundamental si son los factores no fundamentales los que lo determinan (temporalmente).

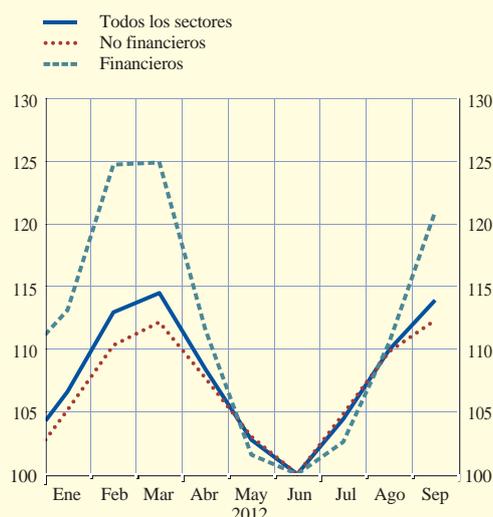
Esta distorsión se puede mitigar analizando el contenido predictivo del componente fundamental del precio de las acciones: dividendos o rentabilidad y el factor por el cual las rentabilidades o los

1 Véase el recuadro titulado «La asunción y la compensación de riesgo como elementos del proceso de transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

2 Por ejemplo, utilizando datos estadounidenses correspondientes a un siglo, G. W. Schwert, en «Stock returns and real activity: a century of evidence», *Journal of Finance* 45(4), 1990, pp. 1237-1257, muestra que el precio de las acciones contiene información útil sobre el crecimiento económico futuro, mientras que M. Binswanger, en «Does the stock market still lead real activity? An investigation for the G-7 countries», *Financial Markets and Portfolio Management* 15(1), 2001, pp. 15-29, sostiene que esta relación se ha roto desde los años ochenta y noventa. De igual manera, J. H. Stock y M. W. Watson, en «Forecasting output and inflation: the role of asset prices», *NBER Working Paper Series* 8180, 2001, muestran en su trabajo seminal que determinados precios de los activos predicen el crecimiento del producto en algunos países durante ciertos períodos.

Gráfico A Cotizaciones bursátiles en la zona del euro.

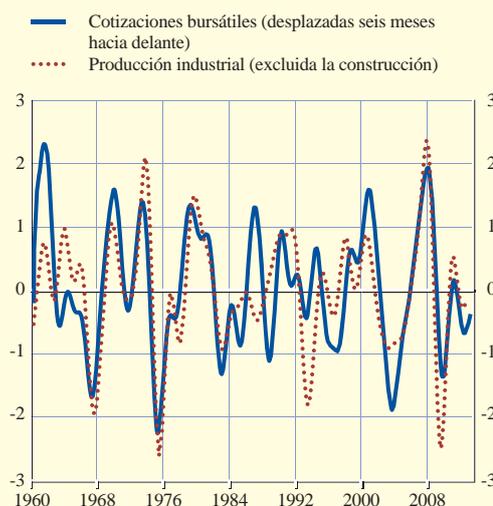
(índice: junio 2012 = 100; medias mensuales de datos diarios)



Fuente: Datastream.

Gráfico B Ciclo de cotizaciones y de producción industrial en la zona del euro

(desviación porcentual estandarizada respecto a la tendencia)



Fuentes: Datastream, Eurostat, Global Financial data y cálculos del BCE.

Notas: Los componentes cíclicos se obtienen al aplicar un filtro pasa banda unilateral. Para más detalles, véase el recuadro titulado «La medición y predicción del ciclo económico de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2011. Las últimas observaciones para la producción industrial corresponden a julio de 2012, y para las cotizaciones bursátiles, a septiembre de 2012.

dividendos futuros deben multiplicarse para obtener el valor actual. Este último factor se conoce como factor de descuento. Desde esta perspectiva fundamental, el precio de las acciones tiende a contener información sobre el crecimiento económico futuro³. Por ejemplo, un aspecto fundamental del precio de las acciones que apoya un próximo giro en el crecimiento económico es la reciente caída observada en el factor de descuento.

Otra posibilidad es analizar el precio de las acciones por sectores, sabiendo que no todos ellos se ajustan necesariamente en la misma medida al ciclo económico. Pese a que todos los sectores han contribuido a la subida del índice bursátil general de la zona del euro desde junio de este año, el gráfico A muestra que las cotizaciones bursátiles del sector financiero de la zona, que se sabe que es bastante procíclico, han aumentado de forma acusada⁴.

Otro método de extraer el contenido predictivo del precio de las acciones para la economía real es relacionar el componente cíclico de la cotización con el de la producción industrial (excluida la construcción). La correlación entre el precio de las acciones (desplazado seis meses hacia adelante) y el ciclo económico, representado por el ciclo de producción industrial, es 0,70 (véase gráfico B). Efectivamente, si se observa la cola derecha de este gráfico, puede llegarse a la conclusión de que el ciclo de cotizaciones indica actualmente una recuperación del ciclo de crecimiento de la zona del euro. Sin embargo, el gráfico B también muestra que, en el pasado, el ciclo de cotizaciones proporcionó señales erróneas. Una desviación notable entre los dos ciclos es, por ejemplo, el período entre 1986 y 1987, cuando los indicadores del ciclo de producción industrial disminuyeron, pero el ciclo de cotizaciones desplazado seis meses hacia delante se recuperó marcadamente y proporcionó, así, una clara señal positiva para el ciclo de crecimiento.

Conclusiones

En resumen, varios factores corroboran la opinión de que los aumentos de los precios de las acciones pueden anticipar el crecimiento económico, pero con importantes salvedades. Desde una perspectiva teórica, debido a su papel de indicador adelantado, estos precios tienen un contenido informativo sobre el crecimiento económico futuro, porque son el resultado de los dividendos futuros descontados. Los precios de las acciones también desempeñan un activo papel en una amplia gama de canales a través de los cuales afectan al crecimiento económico. Sin embargo, desde un punto de vista empírico, el contenido predictivo de estos precios para el crecimiento económico es menos claro.

3 Para ver la evidencia sobre los países industrializados, consúltese G. J. de Bondt, «Predictive content of the stock market for output revisited», *Applied Economics Letters*, 16(13), 2009, pp. 1289-1294 y, sobre Estados Unidos y la zona del euro, cuadro 5 en M. Andersson, A. D'Agostino, G. J. de Bondt y M. Roma, «The predictive content of sectoral stock prices: a US-euro area comparison», *Working Paper Series*, n.º 1343, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2011. Para profundizar en la evidencia empírica de los efectos determinantes sobre el efecto riqueza, véase G. J. de Bondt, «Equity wealth effects: fundamental or bubble-driven?», *Applied Economics Letters*, 18(7), 2011, pp. 601-605.

4 Para ver la evidencia favorable a que el sector financiero es el sector con el contenido informativo más prometedor para el crecimiento futuro del PIB en la zona del euro y en Estados Unidos, consúltese M. Andersson, A. D'Agostino, G. J. de Bondt y M. Roma, *op. cit.*

Los indicadores de opinión relativos al comercio minorista sugieren una mayor debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 29). Aunque el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor pasó de 44,3 en el segundo trimestre a 46 en el tercero, sigue manteniéndose por debajo de 50, lo que indica una caída adicional de las ventas. Además, según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores continuó deteriorándose en septiembre. El nivel medio para el tercer trimestre fue significativamente inferior al del segundo trimestre. El indicador, que se mantiene por debajo de su media de largo plazo, apunta, así, a una evolución poco dinámica del gasto en consumo. El indicador de grandes compras esperadas, que registró un descenso

en septiembre, continua situándose en un nivel históricamente bajo, lo que sugiere que los consumidores siguen siendo cautos a la hora de decidir si compran o no bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo se contrajo un 0,8% adicional, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012. La inversión ha caído, por tanto, durante cinco trimestres consecutivos, con un descenso acumulado de más del 3% desde el primer trimestre de 2011. En cuanto al detalle de la inversión en el segundo trimestre, tanto la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción —que representan en torno a la mitad de la inversión total— cayeron en términos intertrimestrales. En línea con la falta de dinamismo de la actividad económica, se prevé que la formación de capital siga contrayéndose en el corto plazo.

La producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) se elevó un 2,1%, en tasa intermensual, en julio. La producción de bienes de equipo, que registró un descenso del 1,4%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, se situó en julio casi un 2% por encima de su media del segundo trimestre. En cambio, los últimos resultados de las encuestas, que abarcan ya los tres meses del tercer trimestre, apuntan a una nueva reducción en el nivel de la inversión, excluida la construcción, en ese trimestre. El indicador de confianza industrial de la Comisión Europea se situó muy por debajo de su media histórica, mientras que el PMI de las manufacturas se mantuvo por debajo del umbral de expansión de 50 en el tercer trimestre de 2012.

En julio de 2012, la producción de la construcción mostraba un crecimiento nulo, en términos intermensuales, tras un descenso del 0,5% en el mes anterior. Mientras tanto, en el tercer trimestre el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea seguía siendo inferior a su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situaba significativamente por debajo de 50 en julio y en agosto, señalando de nuevo una negativa evolución.

Los flujos comerciales de la zona del euro aumentaron en el segundo trimestre de 2012, tras la estabilización registrada en el primer trimestre de 2012. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 1,3%, en tasa intertrimestral, mientras que las importaciones se elevaron un 0,9%. La evidencia disponible sugiere que tanto las importaciones como las exportaciones se desaceleraron ligeramente en el tercer trimestre. Los flujos comerciales que se registraron en julio se situaron, en promedio, por debajo del nivel medio observado en el segundo trimestre. Los datos procedentes de las encuestas de opinión relativas a las exportaciones de la zona del euro también se deterioraron. En septiembre, el PMI de nuevos pedidos exteriores aumentó hasta 45,3, pero se mantuvo por debajo del umbral teórico de expansión de 50. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro continúe a un ritmo más moderado, como consecuencia de un fortalecimiento muy gradual, aunque sostenido, de la

Gráfico 29 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

actividad económica mundial. Las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante frágiles, en práctica consonancia con las perspectivas de la actividad económica para la zona del euro.

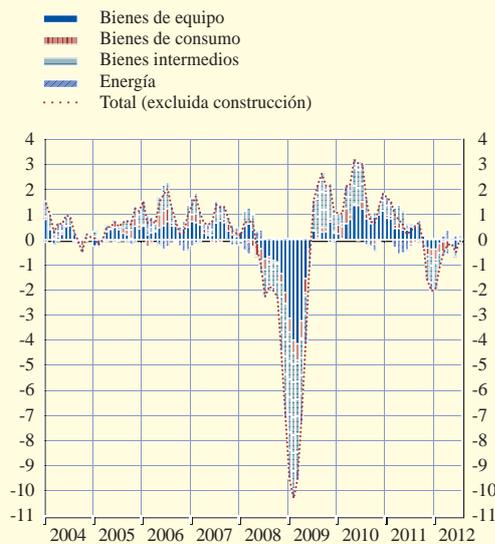
4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, como consecuencia de la débil actividad observada en la industria (excluida la construcción) y en la construcción. Al mismo tiempo, el valor añadido de los servicios registró un crecimiento nulo. La caída más reciente del valor añadido, que se inició en el tercer trimestre de 2011, se debe totalmente a la evolución de la industria.

Por lo que respecta a la evolución en el tercer trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un crecimiento del 0,6 %, en tasa intermensual, en julio, tras el descenso de la misma magnitud observado el mes anterior. En julio, la producción se situó un 0,6 % por encima de la media del segundo trimestre, lo que representa una mejora en comparación con la reducción intertrimestral del 0,5 % registrada en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 30). No obstante, si se tiene en cuenta la volatilidad de estos datos, es necesario actuar con cautela antes de extraer conclusiones para el conjunto del trimestre. Además, los indicadores de opinión, con datos disponibles para todos los meses del tercer trimestre, apuntan a un debilitamiento de la actividad industrial (véase gráfico 31). Por ejemplo, el índice PMI de producción de las manufacturas pasó de 45,2 en el segundo trimestre a 44,6 en el tercero, es decir, siguió descendiendo muy por debajo del umbral de expansión de 50.

Gráfico 30 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

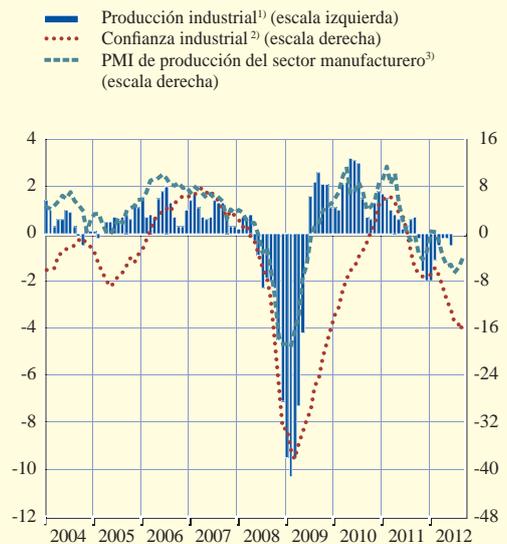
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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 31 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.

Los últimos datos confirman la falta de dinamismo subyacente del crecimiento en la construcción. La producción de la construcción se mantuvo estable entre los meses de junio y julio, alcanzando un nivel de un 0,2 % por debajo de la cifra para el tercer trimestre. En general, el mal comienzo del tercer trimestre, sumado a los resultados negativos procedentes de encuestas más recientes, indican una contracción en curso en el sector de la construcción.

Aunque el índice PMI de actividad comercial del sector servicios se deterioró entre agosto y septiembre, mejoró, sin embargo, marginalmente entre el segundo y el tercer trimestre de 2012. No obstante, el índice continúa registrando niveles inferiores a 50, lo que sería coherente con la evolución negativa del producto en el sector servicios en el tercer trimestre de 2012. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, muestran un panorama ligeramente más negativo.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

La crisis económica y financiera de la zona del euro ha afectado profundamente a los mercados de trabajo de la zona del euro. El empleo descendió de nuevo en el primer semestre de 2012, mientras que el desempleo ha continuado aumentando. Los indicadores de opinión no anticipan ninguna mejora en el futuro próximo.

El nivel de empleo se mantuvo estable entre el primer y el segundo trimestre de 2012, tras tres años consecutivos de caídas (véase cuadro 7). A nivel sectorial, en términos intertrimestrales, la cifra más reciente refleja reducciones de empleo en la industria, excluida la construcción, y en la construcción, que se vieron compensadas con un crecimiento positivo del empleo en el sector servicios. En leve contraste con el empleo registrado, las horas trabajadas siguieron disminuyendo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Los resultados de las últimas encuestas apuntan a un nuevo debilitamiento de los mercados de trabajo en el tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 32).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

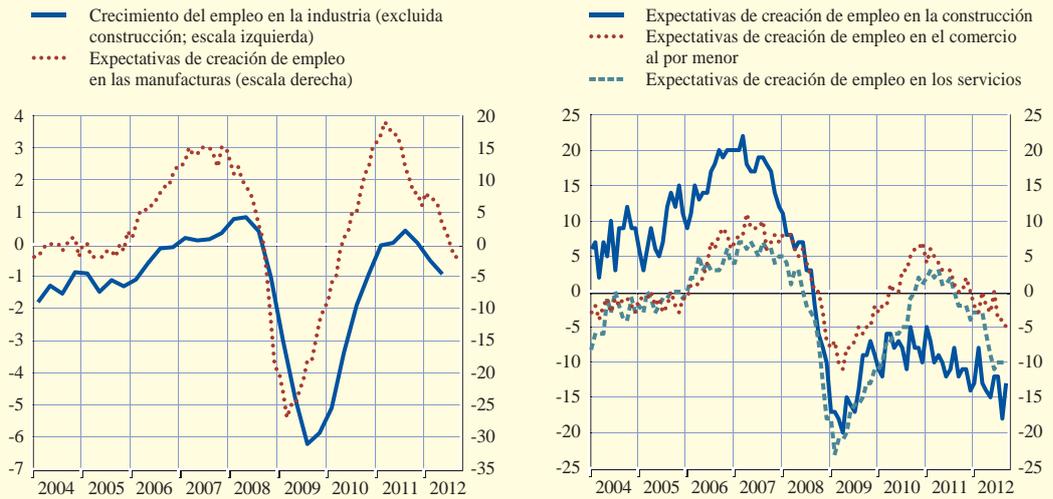
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 IV	2012 I	2012 II	2010	2011	2011 IV	2012 I	2012 II
Total de la economía	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,4	-0,1	-0,3
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-0,9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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 32 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

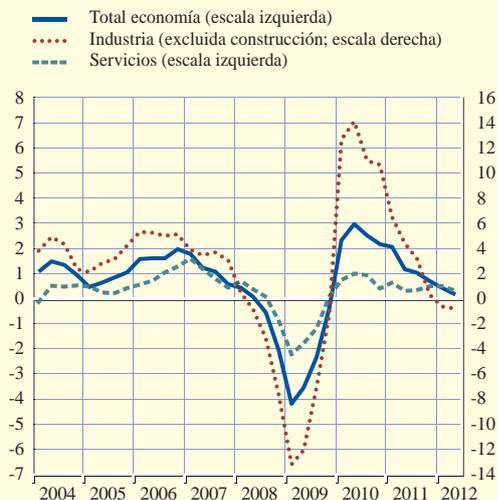


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

La tasa de variación interanual de la productividad por persona ocupada siguió retrocediendo y pasó del 0,4 % registrado en el primer trimestre de 2012 al 0,2 % del segundo trimestre (véase gráfico 33). Esta desaceleración se debió a la evolución de la industria, excluidos la construcción y los servicios. Del mismo modo, durante el mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada disminuyó 0,4 puntos porcentuales adicionales, hasta el 0,3 %. De cara al futuro, las últimas

Gráfico 33 Productividad del trabajo por persona ocupada

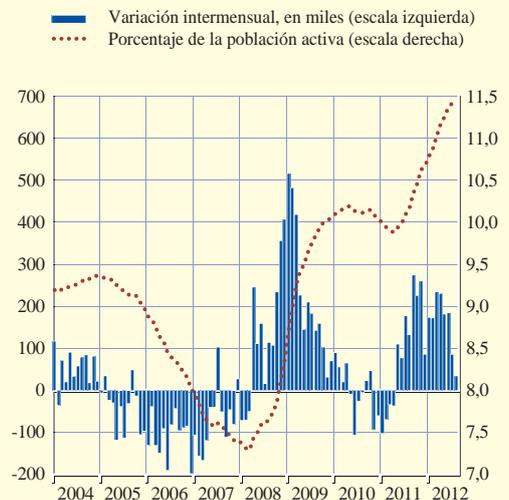
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 34 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

observaciones del índice PMI de productividad sugieren un crecimiento bajo y sostenido de la productividad en el tercer trimestre de 2012.

Aunque la tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en el 11,4% entre julio y agosto de 2012, el número de parados registró una nueva subida. La última cifra se sitúa 4 puntos porcentuales por encima del dato de marzo de 2008, el mínimo cíclico que se produjo antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico 34).

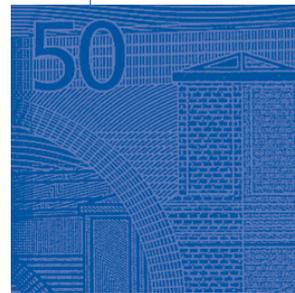
4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores económicos, en particular los resultados de las encuestas de opinión, confirman la continuación de una débil actividad económica en el tercer trimestre de 2012, en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre. Se prevé que la economía de la zona del euro mantenga su debilidad en el futuro próximo y que solo se recupere muy gradualmente con posterioridad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales respaldan el dinamismo del crecimiento, pero es probable que el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, la existencia de un desempleo elevado y la desigual recuperación a escala mundial lo sigan frenando.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja y están relacionados, en particular, con las actuales tensiones observadas en algunos mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Todos los responsables de la política económica de la zona del euro deberían adoptar medidas eficaces para contener estos riesgos.

ARTÍCULOS

LIQUIDEZ GLOBAL: CONCEPTOS, MEDIDAS E IMPLICACIONES DESDE LA PERSPECTIVA DE LA POLÍTICA MONETARIA



La liquidez global es un concepto de múltiples facetas que puede definirse y medirse de muchas maneras diferentes. No obstante, existe un amplio consenso en cuanto a que, en el período previo al estallido de la crisis financiera, el nivel de la liquidez global fue un destacado factor determinante de la evolución del precio de los activos y de los precios de consumo en varias regiones económicas. También se dispone de evidencia de que, en líneas más generales, las medidas de la liquidez global son uno de los mejores indicadores adelantados de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos. La liquidez es muy procíclica y puede desaparecer con rapidez, poniendo en marcha una dinámica autosostenida adversa, como se ha observado durante la crisis financiera.

Desde la perspectiva de la política monetaria, la cuestión clave es la necesidad de entender y valorar cómo la liquidez a escala nacional y global puede influir, en última instancia, en la estabilidad de precios interna. La estrategia de política monetaria del BCE, con su pilar monetario y su orientación a medio plazo, permite que se tengan en cuenta las implicaciones de la liquidez global para la inflación y que se adopte un enfoque consistente en «nadar a contracorriente» en lo que respecta a los desequilibrios financieros, que a menudo se ven exacerbados por la liquidez global.

I INTRODUCCIÓN

La liquidez global es un fenómeno complejo y multidimensional que, en repetidas ocasiones, se ha presentado como una de las explicaciones de la evolución financiera y que, a veces, se ha asociado a distintos acontecimientos: subidas de los mercados de valores, bajo rendimiento de los bonos, aumento de los precios de las materias primas, *booms* inmobiliarios o fuertes incrementos de los agregados monetarios y crediticios a escala internacional. También se ha observado que influye en las fluctuaciones de los precios y del producto. La crisis financiera internacional provocó déficits de liquidez global, al menos en determinados mercados y regiones, que amenazaron con poner en marcha dinámicas autosostenidas adversas.

Existen diversas definiciones de liquidez, y las más relevantes para la formulación de la política monetaria son las siguientes: i) «liquidez monetaria», que se define como la facilidad de convertir activos monetarios en bienes y servicios, y ii) la «liquidez de los mercados financieros», que se define como la facilidad con la que se pueden comprar o vender grandes volúmenes de valores financieros sin que esto afecte al precio de mercado. Además, en el contexto de la estabilidad financiera se han definido los conceptos de «liquidez oficial», que comprende el dinero de banco central, incluidas las reservas exteriores, y la

«liquidez privada», generada fundamentalmente en el sector privado¹.

Para la instrumentación de la política monetaria es importante entender cómo la liquidez global puede afectar a la evolución de los precios a través de su impacto en los precios internacionales de los activos y de las materias primas, en las primas de riesgo y por plazo de los mercados internacionales de activos y en los agregados monetarios y crediticios.

En este contexto, en la sección 2 de este artículo se presenta una definición detallada de liquidez global y se analizan los posibles canales de transmisión desde un punto de vista conceptual. En la sección 3 se describen la construcción y la evolución de distintas medidas empíricas de la liquidez global. En la sección 4 se examinan las implicaciones para la política monetaria, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 ¿QUÉ SE ENTIENDE POR LIQUIDEZ GLOBAL?

La liquidez global es un concepto con múltiples facetas que no se puede condensar en una definición «única». Esta sección examina la definición

¹ Véase el documento *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, CGFS Publications, n.º 45, Banco de Pagos Internacionales (BPI), noviembre de 2011, al que ha contribuido el BCE.

de liquidez global más adecuada desde una perspectiva de política monetaria orientada a la estabilidad de precios a medio plazo. Además, esta sección analiza las distintas fuentes e implicaciones de la liquidez global desde un punto de vista conceptual y, por último, considera los posibles canales de transmisión de dicha liquidez.

2.1 DEFINICIÓN DE LIQUIDEZ GLOBAL

Desde la perspectiva de la política monetaria, la relevancia de la liquidez global se deriva de sus efectos últimos sobre la inflación de los precios de consumo en el medio plazo. En términos más generales, un aspecto importante de la liquidez es la facilidad con la que un instrumento puede intercambiarse por bienes y servicios, dando prominencia al motivo de las transacciones e indicando que el dinero puede proporcionar una referencia de utilidad para la liquidez. El dinero, sobre todo el efectivo y los depósitos a la vista, es el activo con el mayor grado de liquidez, dado que es el medio de pago de bienes y servicios generalmente aceptado. Así pues, el criterio de intercambiabilidad sugiere distinguir entre liquidez monetaria —estrechamente asociada al motivo de las transacciones— y liquidez de los mercados financieros—, reflejando la facilidad de negociar con activos en comparación con negociar con dinero. Estos conceptos pueden extenderse a la economía global.

2.1.1 LIQUIDEZ MONETARIA GLOBAL

La liquidez monetaria puede definirse como la facilidad de convertir activos monetarios en bienes y servicios, tanto internamente como de forma transfronteriza. La liquidez monetaria global incluye los activos financieros líquidos en poder de residentes nacionales y la inversión de cartera en dichos activos líquidos por parte de no residentes. La liquidez monetaria interna está integrada, en gran medida, por los activos financieros líquidos a que se hace referencia en primer lugar, mientras que la liquidez transfronteriza proporcionada por los mercados financieros internacionales y los bancos activos internacionalmente constituye el elemento incremental de la liquidez global. Sin embargo, los flujos transfronterizos de capital solo se considerarían liquidez si fueran el resultado de fondos

adicionales facilitados a escala transfronteriza, en lugar de proceder simplemente de la reasignación de inversiones existentes.

El concepto de liquidez monetaria trata de reflejar la capacidad de los agentes económicos para liquidar sus operaciones utilizando dinero, un activo que los agentes no pueden crear. El dinero suele considerarse un activo que, en primer lugar, puede transformarse en consumo sin incurrir en costes de transacción y, en segundo lugar, tiene un valor de cambio que no está sujeto a incertidumbre en términos nominales, lo que lo convierte en el activo más líquido de la economía. En un sentido estricto, estas características solo son aplicables al efectivo. La cuestión de qué otros activos pueden definirse como dinero depende del grado de sustituibilidad entre el efectivo y esos otros activos. En la práctica, la definición de dinero en una economía suele incluir aquellos otros activos que pueden convertirse en efectivo con facilidad: los depósitos bancarios a corto plazo son un ejemplo obvio.

Por norma general, un mayor nivel de saldos monetarios permite realizar la liquidación inmediata de un volumen más elevado de transacciones. Sin embargo, la liquidez de que disponen los agentes, por ejemplo, varía en función de la sincronización de sus ingresos y pagos. Para un saldo monetario determinado, cuanto más sincronizados estén los ingresos y los pagos de los agentes, mayor será la liquidez de estos agentes. Existen factores adicionales que pueden influir en la capacidad de los agentes para obtener liquidez y, por lo tanto, en su liquidez «potencial». Por ejemplo, la solidez de los balances de los agentes determina su credibilidad como contrapartes solventes y, por consiguiente, su capacidad para intercambiar activos menos líquidos por activos líquidos.

Trasladar los principales aspectos de la definición de liquidez monetaria (esto es, la facilidad para convertirla en consumo y la seguridad del capital) a un marco plurinacional no es sencillo, ya que, incluso si la liquidez se determinara adecuadamente a nivel nacional, puede que una medida similar no refleje correctamente la dimensión global de la liquidez.

2.1.2 LIQUIDEZ GLOBAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La liquidez de los mercados financieros suele definirse como la facilidad para negociar con activos en comparación con negociar con dinero, reflejando así el coste de convertir un activo financiero en dinero. Dado que las actividades de negociación conllevan un coste para quienes realizan la operación, este concepto de liquidez también incluye la capacidad de los mercados financieros de absorber grandes operaciones con valores sin ningún efecto significativo sobre los precios².

En la práctica existen pocos mercados en los que el supuesto de unas condiciones ideales de liquidez en los mercados financieros pueda mantenerse de manera constante. Más bien, en la mayoría de los casos, la liquidez de estos mercados es imperfecta, como consecuencia principalmente de la existencia de asimetrías de información (por ejemplo, el coste de adquirir y procesar la información pertinente, y la existencia de información privada) y de costes de transacción (como las comisiones de intermediación).

Un mayor grado de liquidez en los mercados financieros los aproxima al ideal teórico de un entorno sin fricciones en el que dos agentes pueden llevar a cabo una operación mutuamente beneficiosa.

2.1.3 RELACIÓN ENTRE LIQUIDEZ MONETARIA Y LIQUIDEZ DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

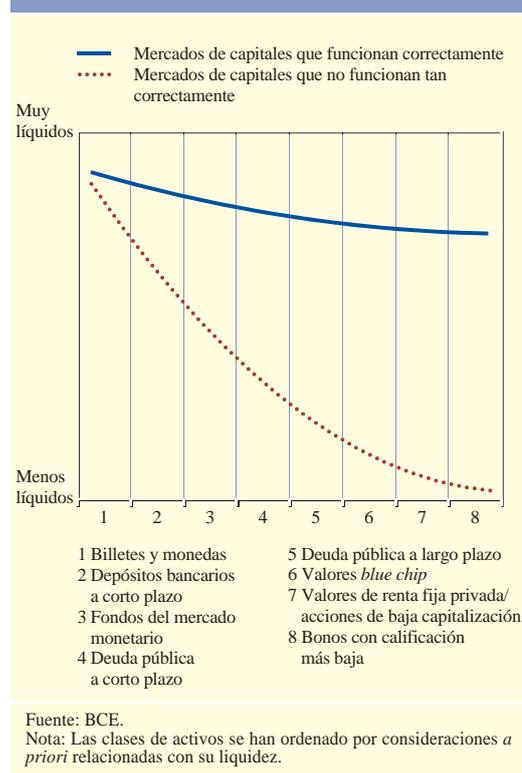
La liquidez monetaria y la liquidez de los mercados financieros están relacionadas. En primer lugar, cuando la liquidez de los mercados financieros aumenta para un instrumento concreto, el coste de transformar ese instrumento en dinero disminuye, de forma que en el límite, cuando dicho coste es nulo, el instrumento podría definirse como dinero. En general, la elección de los activos que pueden definirse como dinero se basa en el grado de sustituibilidad entre los billetes y monedas y estos otros activos. El grado de sustituibilidad refleja la seguridad del capital de dichos activos, que a su vez guarda relación con la volatilidad de sus precios. Así pues, la definición de dinero en una economía suele incluir activos con un grado elevado

de liquidez en los mercados financieros, además de los billetes y monedas. Cuanto mayor sea la liquidez de un activo en los mercados financieros, mayor probabilidad habrá de que se incluya en una medida específica del dinero. Por lo tanto, no existe un criterio absoluto para clasificar la liquidez, sino más bien una escala continua, como se muestra en el gráfico 1.

En segundo lugar, puede generarse una interacción negativa entre la liquidez de los mercados financieros y la liquidez monetaria en una situación de volatilidad elevada y de debilitamiento de la solvencia financiera. La volatilidad de los mercados financieros aumenta la incertidumbre en torno a la valoración adecuada de los activos, exacerbando con ello las asimetrías de información e incrementando las primas de los activos con riesgo, lo que

2 Y. Amihud, H. Mendelson y L. Pedersen, «Liquidity and Asset Prices», *Foundations and Trends in Finance*, vol. 1, n.º 4, 2005, pp. 269-364.

Gráfico 1 Representación conceptual de un espectro de liquidez



supone una valoración más baja de los activos que lleva a mayores exigencias de márgenes y a una disminución de la negociación. En esos períodos de incertidumbre en los mercados financieros, los participantes en dichos mercados afrontan mayores necesidades de financiación, ya que deben cubrir los ajustes de los márgenes de garantía y tratar de estabilizar su situación de liquidez. Algunos agentes económicos pueden experimentar «restricciones de liquidez». La incertidumbre existente en torno a la medida en que los agentes se ven afectados por tales restricciones puede paralizar la negociación y, por tanto, agotar la liquidez en los mercados financieros. Al mismo tiempo, para aquellos agentes que no negocian en los mercados financieros y para la economía en sentido más amplio, la liquidez monetaria puede seguir siendo abundante, por ejemplo como resultado del apoyo prestado por la política monetaria al funcionamiento de los mercados monetarios a través de medidas no convencionales, con el objetivo último de contrarrestar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios.

2.2 FUENTES DE LIQUIDEZ GLOBAL

Resulta útil distinguir entre dos categorías principales de fuentes o determinantes de la liquidez global: i) factores macroeconómicos, incluidos (entre otros) la orientación de la política monetaria y los desequilibrios por cuenta corriente; y ii) factores financieros.

En cuanto a los factores macroeconómicos, la orientación de política monetaria elegida es un destacado determinante del crecimiento del dinero y del crédito a nivel nacional, pero también global³. Las medidas de política monetaria influyen en la determinación de los tipos de interés de mercado y de los precios en la economía a través de diversos canales, afectando con ello a la actividad económica y a la inflación. Al influir en los tipos de interés de mercado, la política monetaria también puede afectar a la liquidez de los mercados financieros, por ejemplo a través del comportamiento favorable a la asunción de riesgos por parte de los agentes económicos. Otro factor importante es la existencia de desequilibrios mun-

diales, que también tienen un efecto significativo en la liquidez global. Durante las dos últimas décadas, la magnitud de los desequilibrios por cuenta corriente, en porcentaje del PIB, en las principales economías con superávit y déficit exteriores ha apuntado al aumento de los desequilibrios mundiales, que alcanzaron un máximo en el período 2006-2008. La mayor parte de estos desequilibrios reflejan un elevado déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, así como un alto nivel de reservas exteriores resultante de los considerables superávits acumulados por China y por los países exportadores de petróleo. Muchas economías con superávit han acumulado abundantes reservas exteriores para controlar el efecto de apreciación del tipo de cambio generado por las entradas de capitales. La mayor parte de los activos consistían en instrumentos de bajo riesgo (como valores del Tesoro de Estados Unidos o depósitos en dólares). Teniendo en cuenta los estrechos vínculos existentes entre los mercados de renta fija de las economías avanzadas, los reducidos niveles de los tipos de interés en Estados Unidos también han creado efectos de contagio en otros mercados importantes. Por lo tanto, el aumento de los desequilibrios mundiales y los consiguientes efectos de retroalimentación sobre los precios de los activos a escala mundial también han tenido un impacto acusado en la liquidez global.

Existen razones fundadas para creer que determinados factores financieros globales comunes influyen en las tendencias de la liquidez de los mercados financieros de los distintos países. En concreto, es probable que los tres factores siguientes hayan determinado las condiciones de liquidez en los mercados financieros internacionales. En primer lugar, en las últimas décadas, el grado de integración de los mercados financieros nacionales ha aumentado a escala mundial, lo que, entre otras cosas, ha reducido las asimetrías de información. Esto ha propiciado un aumento de los flujos financieros transfronterizos y de la diversidad de inversores, algo que, a su vez, ha tenido un impacto positivo en la liquidez global de

3 Véase el artículo titulado «La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

los mercados. La crisis financiera actual ha revertido parcialmente la integración de los mercados financieros europeos⁴, aunque continúa el proceso de integración en las economías emergentes. En segundo lugar, la desregulación de los mercados financieros ha dado lugar a la aparición de muchos instrumentos financieros nuevos, provocando un aumento de la distribución de riesgos y de las posibilidades de cobertura. También ha impulsado la competencia, lo que se ha traducido en una disminución de las comisiones de intermediación (esto es, menores costes de transacción). En general, los nuevos instrumentos financieros han incrementado la liquidez de los mercados financieros⁵. En tercer lugar, la integración y la innovación financieras han influido asimismo en las actitudes de los agentes ante el riesgo, propiciando un elevado apetito por el riesgo durante los períodos de auge. La mayor innovación financiera y una integración financiera más profunda han contribuido al incremento de la liquidez global, lo que ha generado el riesgo de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos que, en última instancia, entrañan riesgos para la estabilidad de precios.

2.3 CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA LIQUIDEZ GLOBAL

Desde la perspectiva de la política monetaria, la cuestión clave es la necesidad de entender el modo en que, en última instancia, la liquidez global puede influir en la estabilidad de precios a escala nacional. Esta cuestión está estrechamente relacionada con los mecanismos de transmisión de la política monetaria a nivel internacional.

En teoría, una orientación acomodaticia de la política monetaria puede generar contagios de liquidez a escala global a través de dos mecanismos. En primer lugar, a través de un «efecto de empuje», en caso de que la política monetaria favorezca la provisión de abundante liquidez monetaria en un país mediante un fuerte crecimiento del dinero y del crédito y, de este modo, incentive las salidas de capital hacia mercados extranjeros, provocando un aumento de la demanda de activos en el exterior y, por lo tanto, ejerciendo presiones al alza

sobre los precios de los activos financieros y reales. En segundo lugar, a través de un «efecto de atracción», en caso de que una orientación acomodaticia de la política monetaria favorezca un grado elevado de liquidez monetaria a nivel interno ligada a un acusado crecimiento del dinero y del crédito. Esto podría impulsar un sólido crecimiento económico acompañado de un aumento del precio de los activos que daría lugar a entradas de capital extranjero⁶.

El régimen cambiario, los controles de capitales y los principales socios financieros y comerciales de un país determinan la intensidad de los efectos descritos anteriormente. Es posible llegar a diversos resultados alternativos entre los dos casos extremos que se exponen a continuación. En primer lugar, en países con tipo de cambio fijo, las entradas y salidas de capital serán el principal mecanismo a través del cual la liquidez global se transmite a la economía interna. En segundo lugar, en el caso de países con un sistema de libre flotación, la liquidez global lleva a ajustes a través de los precios relativos. En la actualidad, un elevado número de países siguen controlando el tipo de cambio de sus monedas (solo 30 países, principalmente economías avanzadas, fueron clasificados como países con régimen de libre flotación por el FMI en 2011)⁷. En consecuencia, los efectos de transmisión últimos de la liquidez global se componen de los efectos asociados a los dos casos mencionados, es decir, de los flujos de capital y de la variación de los precios relativos.

Los efectos de la liquidez global en la economía interna pueden transmitirse a través de la persistencia de diferenciales de tipos de interés y de los flujos de capital. Se ha de destacar que, recientemente,

4 *Financial integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

5 J. Stark, «Globalisation and monetary policy: from virtue to vice?», conferencia, Dallas, Estados Unidos, 29 de noviembre de 2011.

6 Véase K. Baks y C. Kramer, «Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications, and Spill-overs», *IMF Working Papers*, n.º 99/168, 1999, y J. Sousa y A. Zaghini, «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», *International Journal of Finance and Economics*, vol. 13, 2008, pp. 205-218.

7 Véase «De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks», *Annual Report*, FMI, abril de 2011, cuadro II.9 del apéndice.

los precios internacionales de las materias primas (y, en términos más generales, los precios de importación) han desempeñado un papel relevante en la evolución de los precios internos. Desde la perspectiva de la zona del euro, el impacto de los precios de las materias primas en la inflación puede ser directo, esto es, a través de los precios de los alimentos no elaborados y de la energía, o indirecto, a través de un aumento de los precios de importación de las materias primas. En igualdad de condiciones, la probabilidad de que se produzca este impacto es mayor cuanto más acomodaticia sea la política monetaria y más liquidez haya en la zona del euro. La situación en las economías emergentes también influye considerablemente en la transmisión de los efectos de la liquidez global: los precios de las materias primas suelen tener un importante efecto inflacionista directo sobre los consumidores y los productores de las economías emergentes importadoras de materias primas si el ajuste del tipo de cambio solo es parcial. Si este efecto coincide con un crecimiento elevado de la liquidez y de la renta en estos países, es probable que las presiones inflacionistas se propaguen a los precios de importación de la zona del euro. Además, incluso si la subida de los precios de las materias primas se debiera inicialmente a una perturbación de carácter temporal (por ejemplo, sequía o inundaciones en el caso de los alimentos), una situación de abundancia de liquidez y fuerte crecimiento en las economías emergentes podría hacer que los efectos de la perturbación fueran más persistentes.

La situación puede generar espirales autosostenidas si las economías avanzadas también disponen de liquidez en abundancia y dirigen parte de esta liquidez a las economías emergentes en vista del mayor crecimiento y de la rentabilidad más alta que puede obtenerse allí. La transmisión de la liquidez monetaria global aumentaría aún más los precios en euros de las importaciones de estos países. De no producirse una apreciación del tipo de cambio, el ajuste se transmitiría a los países emergentes a través de incrementos de los salarios y de la inflación, lo que, en última instancia, también provocaría una subida de los precios de importación en la zona del euro.

La cuestión de si la evolución de la relación real de intercambio ejerce presiones positivas o negativas sobre la inflación agregada en el corto plazo depende de su efecto neto en la oferta y la demanda agregadas. Para un nivel determinado de demanda agregada, una perturbación de carácter adverso y permanente que afecte a dicha relación reduce el producto potencial, de forma que la brecha de producción positiva resultante genera presiones al alza sobre la inflación. Un efecto negativo sobre la demanda agregada se materializa si una perturbación permanente en los precios de las materias primas afecta a la riqueza de los individuos a través de su impacto sobre la renta actual y la renta futura esperada. Para un nivel dado de crecimiento del producto potencial, el efecto negativo sobre la riqueza da lugar a un exceso de oferta agregada, generando con ello presiones a la baja sobre la inflación interna.

El análisis presentado en esta sección muestra que los canales de transmisión de la liquidez global son complejos y que pueden ser difíciles de identificar. Por lo tanto, se ha de utilizar una amplia gama de indicadores para medir la liquidez global.

3 MEDIDAS DE LA LIQUIDEZ GLOBAL

En esta sección se presentan algunos ejemplos de medidas empíricas de la liquidez global, que en su mayor parte también se han considerado de utilidad en el trabajo del Comité sobre el Sistema Financiero Global del BPI⁸. Los indicadores que se analizan a continuación son medidas imperfectas y están influenciados por diversos factores. Por consiguiente, para los responsables de la política monetaria es importante considerar un amplio conjunto de indicadores al calibrar la liquidez global.

En consonancia con la distinción conceptual que se ha realizado entre liquidez monetaria y liquidez de los mercados financieros, a continuación se hace una distinción similar entre los indicadores de la liquidez global.

8 Véase el informe mencionado en la nota a pie de página n.º 1.

3.1 INDICADORES DE LA LIQUIDEZ MONETARIA GLOBAL

Aunque se pueden utilizar muchos indicadores empíricos como indicadores de la liquidez monetaria global, en esta sección solo se considera un conjunto básico de indicadores: los derivados de los agregados monetarios y crediticios, de las estadísticas bancarias y de los tipos de interés. Para calibrar la liquidez monetaria global, se obtienen dos agregados, uno para las economías avanzadas y otro para las economías emergentes.

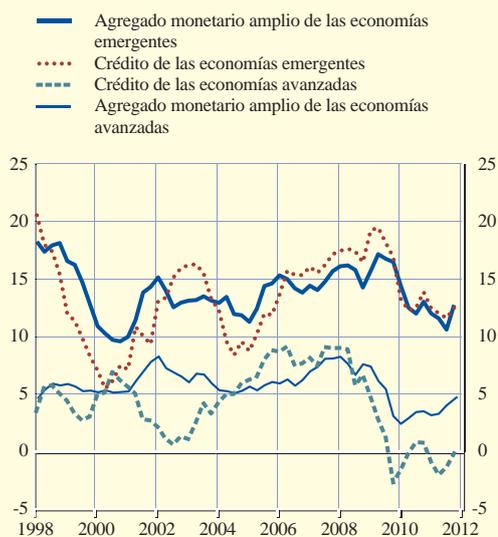
Las medidas del crecimiento del dinero y del crédito a escala mundial, agregadas a partir de datos nacionales, son las que suelen utilizarse para construir una variable que permita aproximar la liquidez monetaria global. Estas variables *proxy* varían en función de las elecciones realizadas en relación con i) la amplitud del agregado monetario o crediticio seleccionado; ii) la cobertura geográfica, y/o iii) los tipos de cambio utilizados para convertir los importes en monedas nacionales a una sola moneda.

Se puede construir una medida de la liquidez global a partir de los agregados monetarios estrechos (generalmente billetes y monedas y depósitos bancarios de alta liquidez, como los depósitos a la vista) o de los agregados monetarios amplios (que también incluyen depósitos bancarios menos líquidos e instrumentos negociables emitidos por instituciones financieras monetarias). El agregado monetario estrecho tiene la ventaja de que sus componentes suelen ser más homogéneos entre las distintas economías, lo que hace que la medida resultante sea más fácil de interpretar. No obstante, los agregados monetarios amplios generalmente proporcionan una imagen menos volátil del crecimiento monetario en las economías individuales, ya que internalizan la sustitución entre los diferentes activos líquidos. Al mismo tiempo, cuanto más amplio sea el agregado monetario, mayor es su capacidad para medir la liquidez monetaria y la liquidez de los mercados financieros.

La comparación de la medida del crecimiento del dinero en economías avanzadas (Canadá, Estados

Gráfico 2 Crecimiento nominal del dinero y del crédito en economías avanzadas y emergentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat, BPI, FMI y cálculos del BCE.

Nota: El agregado monetario amplio y el crédito de las economías avanzadas es la suma simple de los agregados monetarios amplios y crediticios de Canadá, Estados Unidos, Japón y Reino Unido convertidos a euros utilizando tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo, así como de la zona del euro. El agregado monetario amplio y el crédito de las economías emergentes es la suma simple de los agregados monetarios amplios y del crédito de Arabia Saudí, Brasil, Corea del Sur, Chile, China, India, Malasia, México, Rusia y Sudáfrica, convertidos a euros utilizando tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo.

Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro) con una medida similar para diez destacadas economías emergentes (véase gráfico 2) indica que los patrones son prácticamente similares al menos con anterioridad al comienzo de la crisis financiera. En el período previo a la crisis, esto es, de 2003 a 2007, ambos grupos de países registraron una fuerte y creciente expansión monetaria y del crédito, lo que potencialmente apuntaba a acusados aumentos de la liquidez monetaria y de la liquidez de los mercados financieros. Esta evolución reflejó la innovación financiera y la mayor integración financiera, que contribuyó a mejorar el proceso de intermediación financiera y que, en última instancia, facilitó la provisión de dinero y de crédito a las economías. La discrepancia observada entre las tasas agregadas de crecimiento del agregado monetario amplio de los dos grupos fue razonablemente estable en el período de ocho años transcurrido hasta 2009, y fundamentalmente reflejó

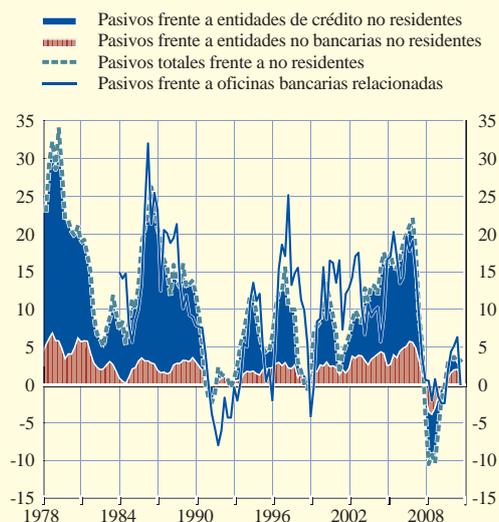
diferencias en las tasas de crecimiento del producto real y de la inflación.

El crecimiento monetario en el grupo de economías avanzadas se ha ralentizado considerablemente durante la crisis financiera, tras un período de fuerte crecimiento. Las contrapartidas del dinero pueden aportar información sobre las fuentes y la intensidad de la creación de liquidez, por lo que en el gráfico 2 se presentan también agregados crediticios contruidos de manera similar a los agregados monetarios. Estas medidas de la expansión del crédito han tendido a evolucionar de forma bastante sincronizada con el crecimiento del agregado monetario amplio en las economías avanzadas y emergentes, con la notable excepción del período 2001-2004, que se caracterizó por una elevada incertidumbre geopolítica y en los mercados financieros, y que dio lugar a una inusual preferencia generalizada por mantener instrumentos líquidos incluidos en los agregados monetarios. Por lo tanto, el crecimiento monetario en este período generó una percepción exagerada de riesgos para la estabilidad de precios⁹.

Por su diseño, los agregados monetarios suelen centrarse en los activos monetarios mantenidos por los sectores tenedores de dinero residentes en cada país¹⁰. Para el análisis de la evolución de los precios de los activos en los mercados internacionales, las medidas globales basadas en los flujos de capital transfronterizos a corto plazo pueden proporcionar información de utilidad¹¹, ya que estos flujos probablemente reflejen operaciones de arbitraje especulativas a corto plazo. La evolución de los saldos de activos transfronterizos de las entidades de crédito presentada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹² puede aportar información sobre el fortalecimiento de los flujos financieros internacionales. Un análisis que considere los vínculos entre los desequilibrios mundiales y los flujos de capital y/o los flujos de capital especulativos a corto plazo debe incluir las relaciones interbancarias/crediticias a escala global y las tenencias de divisas de los bancos centrales en un agregado de la liquidez global. En el gráfico 3 se observa que los pasivos bancarios frente a entidades no bancarias no residentes y a entidades de

Gráfico 3 Pasivos bancarios frente a no residentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE, estadísticas bancarias según la localización geográfica del BPI y cálculos del BCE.
Nota: Las series en dólares estadounidenses se han convertido a euros utilizando tipos de cambio basados en la paridad del poder adquisitivo.

crédito no residentes siguen un ciclo prácticamente similar, aunque los primeros registran fluctuaciones mucho más pronunciadas. La medida de los pasivos bancarios frente a filiales no residentes proporciona una indicación de la clase de flujos de capital que pueden transferirse de una jurisdicción (en la que se captan depósitos) a otra (donde posteriormente son invertidos por la filial de la entidad de crédito). El análisis del comportamiento de las redes bancarias internacionales en lo que respecta al apalancamiento es importante desde la perspectiva de la política monetaria porque ayuda

9 Véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2005.

10 Según el Manual de estadísticas monetarias y financieras del FMI, «en general, por definición, los tenedores de dinero incluyen a todos los sectores residentes con excepción de las sociedades de depósito y del Gobierno central».

11 En cada agregado monetario nacional, los flujos transfronterizos a corto plazo se consideran tenencias de no residentes.

12 Para informes más recientes, véanse los documentos «Statistical release: preliminary locational and consolidated international banking statistics at end-March 2012», BPI, julio de 2012, e «International banking and financial market developments», *BIS Quarterly Review*, BPI, septiembre de 2012, pp. 1-20.

a comprender mejor la transmisión de la liquidez global a determinadas regiones del mundo¹³.

Además de las medidas cuantitativas, las medidas basadas en los precios de los mercados financieros también pueden aportar información sobre la liquidez global. Los tipos de interés reales a corto plazo constituyen un ejemplo, ya que son un determinante clave de la liquidez en una economía. Una medida agregada de los tipos de interés reales en los principales mercados proporciona información sobre la influencia de la situación de los mercados financieros internacionales sobre la liquidez global¹⁴.

El gráfico 4 muestra los tipos de interés reales a corto plazo *ex ante* ponderados por el PIB de las economías avanzadas y de las economías emergentes y permite realizar dos observaciones. En

primer lugar, en la pasada década, los tipos reales descendieron, en general, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Desde principios de 2010, los tipos de interés reales *ex ante* en las economías avanzadas han sido negativos, como consecuencia de los reducidos tipos de interés oficiales y de la abundante provisión de liquidez por parte de los principales bancos centrales. En segundo lugar, los tipos reales *ex ante* en las economías emergentes han permanecido en niveles superiores a los de las economías avanzadas, pero la brecha se estrechó durante la mayor parte de la pasada década, antes de ampliarse ligeramente en los dos últimos años. Es probable que los tipos reales más elevados vigentes en los mercados emergentes reflejen mejores perspectivas de crecimiento económico y unas primas de riesgo de la deuda pública emitida por estos países algo más altas.

En teoría, una medida normativa y, por lo tanto, más adecuada de la orientación global de la política monetaria, que en última instancia determina la liquidez global, es la que proporciona la brecha de tipos de interés reales, esto es, la diferencia entre el tipo de interés real y el tipo de interés real natural, definido este último como el tipo de interés real a corto plazo que es acorde con el producto a su nivel potencial y con una tasa de inflación estable. No obstante, no se dispone de una medida establecida del tipo de interés real natural global, y las estimaciones existentes generalmente conllevan una incertidumbre considerable, lo que dificulta la construcción de una medida normativa.

Gráfico 4 Tipos de interés reales a corto plazo *ex ante*

(porcentajes; observaciones mensuales)



Fuentes: Haver Analytics, Consensus Economics y cálculos del BCE. Nota: Los tipos de interés reales *ex ante* se calculan como la diferencia entre los tipos de interés del mercado monetario y la media a doce meses vista de las expectativas de inflación de Consensus Economics.

Economías avanzadas: Alemania, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Suecia, Suiza.

Economías emergentes: Albania, Argentina, Azerbaiyán, Bangladesh, Belarús, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Corea, Costa Rica, Croacia, Ecuador, Filipinas, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Kazajistán, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, República Checa, República Dominicana, Rusia, Serbia, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, Taiwán, Turquía, Ucrania, Venezuela, Vietnam.

13 Véanse, por ejemplo, V. Bruno y H.Y. Shin, «Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy», ponencia presentada en el seminario conjunto del Banco Central Europeo y del Banco de Pagos Internacionales sobre «Global Liquidity Conditions and its International Repercussions», celebrado los días 6 y 7 de febrero de 2012, y los documentos de N. Cetorelli y L. Goldberg: «Liquidity management of U.S. Global Banks: Internal Capital Markets in the Great Recession», *Journal of International Economics* (de próxima publicación), 2012; «Banking Globalization and Monetary Transmission», *Journal of Finance* (de próxima publicación), 2012, y «Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis», *International Monetary Fund Economic Review*, vol. 59, n.º 1, 2011, pp. 41-46.

14 La agregación puede llevarse a cabo de diversas maneras (misma ponderación, ponderados por el PIB, ponderados en función de los volúmenes negociados en el mercado, etc.).

3.2 INDICADORES DE LIQUIDEZ GLOBAL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

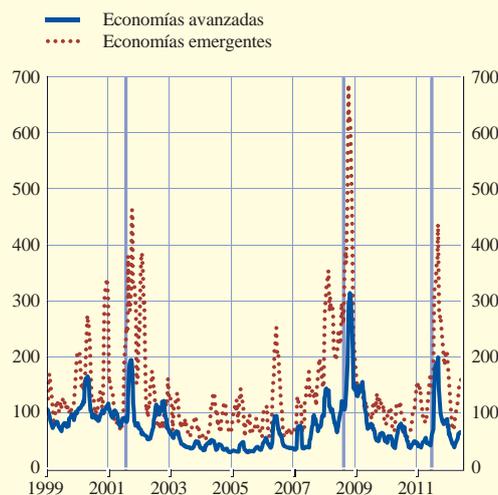
En esta sección se presentan dos ejemplos concretos de la manera en que los indicadores de los mercados financieros pueden proporcionar información complementaria sobre la liquidez global.

Como se señala en la sección 2, un aspecto importante de la liquidez global es la facilidad con la que un instrumento puede intercambiarse por bienes y servicios. Este concepto puede aplicarse a los instrumentos de los mercados financieros calculando la «ratio de iliquidez» de diversos activos. En su versión básica, esta capta la medida en que el precio de un valor determinado cambia por cada unidad de volumen de operaciones y, por lo tanto, puede considerarse una medida de la elasticidad. Como indica su nombre, la ratio de liquidez trata de cuantificar la falta de liquidez en el mercado, de forma que una estimación que dé como resultado una ratio de liquidez elevada denota un nivel bajo de liquidez, ya que refleja un fuerte impacto del volumen de negociación sobre el precio. Este concepto se ha generalizado en este artículo para que sirva de medida de la liquidez global agregando un número elevado de datos sobre precios y volúmenes de negociación de acciones de empresas, y de esta manera se ha obtenido un indicador para las economías avanzadas y otro para las economías emergentes.

Los indicadores que se presentan en el gráfico 5 parecen corroborar la percepción general de que la liquidez en los mercados financieros de los dos grupos de países mejoró sustancialmente entre 2003 y el comienzo de la crisis financiera a mediados de 2007. Es probable que este patrón sea atribuible a la innovación financiera y a una integración financiera y real más profunda, pero es posible que la percepción errónea del riesgo por parte de los participantes en el mercado también haya influido. Además, como es comprensible, el indicador de iliquidez alcanzó un máximo en los períodos de fuertes tensiones financieras: i) en el período posterior al 11 de septiembre de 2001; ii) tras la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008,

Gráfico 5 Indicador de iliquidez de los mercados financieros en economías avanzadas y emergentes

(índice: 25 de enero de 1999 = 100; observaciones semanales)



Fuentes: Datastream y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas verticales corresponden a los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y a la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la UEM en agosto de 2011.

Economías avanzadas: Alemania, Australia, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

Economías emergentes: Corea del Sur, China, India, Indonesia, Sudáfrica. Últimas observaciones: julio de 2012.

y iii) durante la intensificación de la crisis de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro en el verano de 2011.

La evolución de los mercados internacionales de renta fija permite obtener más información sobre las condiciones de liquidez. Estos mercados pasaron a ocupar el primer plano en los debates internacionales sobre política económica en la pasada década y existe un amplio consenso de que la abundante liquidez global existente en los años anteriores a la crisis financiera contribuyó al aumento del apalancamiento del sector privado y de la asunción de riesgos en muchas economías. En el gráfico 6 se comparan los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en un grupo de economías avanzadas con las expectativas de crecimiento económico en términos nominales, que, en condiciones normales, deberían estar estrechamente relacionados. El gráfico muestra los rendimientos de la deuda pública a diez años ponderados

Gráfico 6 Rendimientos de la deuda pública a diez años y expectativas de crecimiento económico nominal de las economías avanzadas

(tasas de variación interanual; porcentajes)



Fuentes: BCE, FMI, Consensus Economics y cálculos del BCE.

Nota: Los datos ponderados por el PIB se basan en datos de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro. Las expectativas de crecimiento económico nominal a largo plazo para cada región económica se calculan como la suma de las expectativas de crecimiento del PIB real y de las expectativas de inflación de los precios de consumo.

por el PIB de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro, así como las expectativas comparables de crecimiento a largo plazo del PIB nominal aproximadas por la suma de las expectativas de inflación de los precios de consumo y las de crecimiento del PIB real facilitadas por Consensus Economics. En el período 2002-2006, los rendimientos de la deuda pública de las economías avanzadas se apartaron de las expectativas de crecimiento nominal y retrocedieron hasta situarse en niveles más bajos, indicando un aumento de la liquidez global. Esta disociación se ha intensificado durante la crisis financiera, debido, en gran parte, a las enérgicas medidas adoptadas por las autoridades monetarias para mejorar la liquidez y contrarrestar la desaceleración económica y los riesgos asociados para la estabilidad de precios. Aunque, actualmente, el indicador de los mercados de renta fija muestra unas condiciones de abundancia de liquidez a escala global, es probable que la señal procedente de este indicador no sea clara.

4 IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA

El vínculo existente entre la liquidez global y la inflación de los precios de consumo y de los activos (véase el recuadro donde se presenta un análisis de la evidencia empírica disponible) y, más en general, el potencial desestabilizador de la liquidez global plantean algunas cuestiones para la política monetaria.

En primer lugar, el dinero, el crédito y, en términos más generales, las condiciones internas de liquidez han formado parte de las consideraciones de la política monetaria durante mucho tiempo, aunque cayeron en el olvido en la mayoría de los marcos de política monetaria en las dos últimas décadas como consecuencia del predominio de estrategias con objetivos de inflación. Sin embargo, la evolución monetaria transmite información relevante para la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, horizonte este último en el que el saldo monetario y el nivel de precios están estrechamente relacionados. Además, la evidencia empírica indica que las tendencias monetarias anticipan las tendencias inflacionistas, confirmando así la importancia del análisis monetario en un marco de política monetaria de carácter prospectivo. Con todo, por ahora no existe un consenso entre los bancos centrales sobre la mejor manera de incluir el dinero, el crédito y, en términos más generales, la liquidez (global) en las estrategias de política monetaria.

En segundo lugar, la estrategia de política monetaria del BCE constituye una excepción, ya que permite tener en cuenta las condiciones de liquidez, principalmente a través de su orientación a medio plazo. El análisis monetario que se realiza en el marco del pilar monetario permite al BCE extraer de los datos monetarios la información relevante para las tendencias más persistentes y a largo plazo de la inflación. Por otra parte, el análisis detallado de la dinámica monetaria también genera gran cantidad de información sobre la evolución monetaria y sobre la transmisión de las perturbaciones monetarias y la formación de precios. El análisis de los datos de mayor frecuencia relativos

a la evolución monetaria también facilita la valoración y la comprensión de fenómenos macroeconómicos y financieros a más corto plazo, que pueden generar riesgos para la estabilidad de precios a largo plazo si no reciben la atención debida. La evolución monetaria también puede aportar información de utilidad sobre el estado del ciclo económico, la situación de liquidez, las condiciones de financiación, la transmisión de la política monetaria y la situación y el comportamiento de las entidades de crédito. Además, el análisis de la evolución monetaria ayuda a comprender mejor la dinámica del precio de los activos y a disponer de una indicación de la posible acumulación de desequilibrios financieros. La dimensión exterior del análisis monetario, sobre la que el BCE está realizando trabajos analíticos adicionales, puede servir de complemento al análisis interno a través del seguimiento de la liquidez global y del estudio de su impacto en los precios de las materias primas y de los valores de renta variable y de renta fija (es decir, los precios internacionales de los activos) y de su influencia en la inflación interna. Además, el seguimiento de los efectos de los flujos de capital y de los precios internacionales de los activos puede conducir a la obtención de una medida más adecuada de las tendencias monetarias internas subyacentes y de las correspondientes señales relativas a la evolución de los precios¹⁵.

En tercer lugar, el pilar monetario del BCE facilita implícitamente la adopción de un enfoque prospectivo consistente en «nadar a contracorriente» en relación con los ciclos financieros y con los riesgos asociados para la estabilidad de precios a medio plazo. Este enfoque puede definirse como una estrategia en la que un banco central que se enfrenta a una burbuja financiera en aumento adopta una política monetaria con una orientación algo más restrictiva de la que aplicaría en circunstancias con unas perspectivas macroeconómicas similares, pero con condiciones más normales en los mercados financieros¹⁶. Se ha de destacar que nadar a contracorriente no significa que la política monetaria establezca como objetivo los precios de los activos o que implícitamente adopte un mandato de estabilidad financiera, sino que más bien

quiere decir que la política monetaria toma debidamente en consideración las consecuencias adversas derivadas de un aumento del riesgo sistémico para la estabilidad de precios a medio plazo y, por tanto, es plenamente acorde con el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro de forma duradera¹⁷.

En cuarto lugar, en el largo plazo, en unas condiciones económicas normales y con un régimen cambiario flexible, una política monetaria interna activa es la herramienta más adecuada para abordar los efectos de la liquidez global en la inflación interna. Incluso en el caso de que la evolución internacional afecte a la dinámica de los precios internos en el corto plazo, esto no merma la capacidad del banco central para controlar la inflación interna a través de su política monetaria de orientación interna, ya que es probable que dicha política siga siendo la que más influye en la evolución de los precios internos. Por consiguiente, los responsables de la política monetaria deberían ser los encargados de salvaguardar la estabilidad de los precios de consumo a nivel interno¹⁸.

En quinto lugar, habida cuenta del alto grado de integración financiera a escala mundial, es necesario contar con principios comunes en lo que respecta a la orientación hacia la estabilidad de todas

15 Para más detalles, véase el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2008.

16 Por lo que respecta al enfoque consistente en «nadar a contracorriente», véanse el artículo titulado «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010, y L. D. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, 2010, capítulo 6.

17 El escepticismo existente en torno al enfoque consistente en «nadar a contracorriente» se basa fundamentalmente en la opinión de que implica elevados costes de producción (véanse, por ejemplo, K. Assenmacher-Wesche y S. Gerlach, «Monetary policy and financial imbalances: facts and fiction», *Economic Policy*, vol. 25, n.º 63, 2010, pp. 437-482, y C. Bean, M. Paustian, A. Peñalver y T. Taylor, «Monetary policy after the fall», ponencia presentada en la Conferencia Anual del Banco de la Reserva Federal, Jackson Hole, Wyoming, agosto de 2010). Con todo, los elevados costes de producción asociados a la crisis mundial actual, junto con la evidencia mencionada anteriormente, que sugiere que la orientación demasiado laxa de la política monetaria podría haber desempeñado un destacado papel en el período anterior a la crisis, han reforzado los motivos para seguir la estrategia de nadar a contracorriente.

18 Véase M. Woodford, «Globalization and Monetary Control», en J. Galí y M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, capítulo 1, University of Chicago Press, 2010.

las áreas de la política macroeconómica, que deben incluir los principios de sostenibilidad fiscal y económica, así como de estabilidad monetaria y financiera. En este sentido, los bancos centrales están trabajando conjuntamente, sobre todo en temas relacionados con la liquidez global, en el ámbito del Comité sobre el Sistema Financiero Global¹⁹. También están ampliando su colaboración, por ejemplo, en asuntos relacionados con las reuniones del G 20 y con las consultas relativas a Basilea III, con el fin de reforzar la capacidad de resistencia general de las entidades de crédito. Los bancos centrales tienen asimismo la oportunidad de cooperar en un marco más amplio, por ejemplo a través del intercambio de opiniones sobre las perspectivas económicas en foros internacionales, como las reuniones de gobernadores de bancos centrales en el BPI o las del Grupo de Trabajo n.º 3 de la OCDE. Es obvio que estas iniciativas no se pueden equiparar a una coordinación de las políticas monetarias en el sentido tradicional, pero la idea es compartir el objetivo de estabilidad y las «reglas del juego».

Al mismo tiempo, en circunstancias verdaderamente excepcionales, las autoridades monetarias también han coordinado las decisiones sobre los tipos de interés: en septiembre de 2001, la Reserva Federal y el BCE coordinaron su respuesta ante las consecuencias financieras de los atentados terroristas de Nueva York. Además, el 8 de octubre de 2008, en una acción concertada e histórica, el BCE y los principales bancos centrales redujeron en 50 puntos básicos los tipos de interés oficiales. Sin embargo, en el caso del BCE, incluso en circunstancias excepcionales, la política monetaria siempre ha seguido estando claramente centrada en su objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. En resumen, de estos acontecimientos excepcionales no se pueden extraer conclusiones generales para la política monetaria. La literatura económica sobre coordinación

de las políticas monetarias es amplia, pero no concluyente. Algunos trabajos empíricos sugieren que, en general, los beneficios que pueden derivarse de la coordinación de las políticas monetarias parecen ser limitados²⁰. Los resultados de estudios teóricos apuntan a una conclusión similar²¹, aunque algunos autores pueden generar beneficios significativos de dicha coordinación en modelos parametrizados específicamente²². En la práctica, es probable que ciertos aspectos dificulten la puesta en práctica de una coordinación formal de las políticas monetarias²³. En primer lugar, sería necesario algún tipo de compromiso que refleje los planes políticos acordados, y la ejecución de estos planes también requeriría un entendimiento común de la naturaleza y la propagación de las perturbaciones económicas en tiempo real. En segundo lugar, los diferentes mandatos de los bancos centrales dificultarían la posibilidad de llegar a conclusiones comunes. En tercer lugar, la exigencia de rendición de cuentas a los responsables de la política monetaria a nivel nacional resultaría difícil si sus medidas se basaran en consideraciones que exceden del mandato encomendado. En cuarto lugar, las autoridades monetarias podrían no aplicar las medidas coordinadas de política monetaria en sus países, debido a la posible falta de mecanismos de ejecución.

19 Véase el informe mencionado en la nota a pie de página n.º 1.

20 G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets y R. Straub, «International transmission and monetary policy cooperation», en J. Galí y M. Gertler (eds.), *International Dimensions of Monetary Policy*, capítulo 3, University of Chicago Press, 2008.

21 G. Corsetti y P. Pesenti, «Welfare and Macroeconomic Interdependence», *Journal of Quarterly Economics*, vol. 116, 2001, pp. 421-446, y M. Obstfeld y K. Rogoff, «Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules», *Journal of Quarterly Economics*, vol. 117, 2002, pp. 503-535.

22 A. Sutherland, «International Monetary Policy Coordination and Financial Market Integration», *CEPR Discussion Papers*, n.º 4251, 2004, y E. Pappa y Z. Liu, «Gains from International Monetary Policy Coordination: Does it Pay to be Different?», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 32, n.º 7, 2008, pp. 2085-2117.

23 O. Issing, «On Macroeconomic Policy Co-ordination in EMU», *Journal of Common Market Studies*, vol. 40, n.º 2, 2002, pp. 345-358.

LOS EFECTOS DE LA LIQUIDEZ GLOBAL EN LA INFLACIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO Y DE LOS ACTIVOS

No es sencillo obtener resultados concluyentes a partir de la evidencia empírica relativa a los efectos de la liquidez global en la inflación de los precios de consumo y de los activos. La literatura académica reciente ha prestado más atención a los efectos de la liquidez monetaria global, que es, por tanto, la que se considera en este recuadro.

Efectos sobre la inflación de los precios de consumo

Berger y Harjes constatan que, en la zona del euro, el exceso de liquidez, medido como la diferencia entre M2 y la demanda a largo plazo estimada de instrumentos incluidos en este agregado, muestra una fuerte correlación con el exceso de liquidez en Estados Unidos y Japón. Estos autores señalan que el exceso de liquidez en Estados Unidos ejerce un impacto positivo sobre la inflación de la zona del euro durante un período que puede llegar a los 12 trimestres¹. Sousa y Zaghini utilizan un enfoque similar y encuentran un efecto positivo de la liquidez global en la inflación de la zona del euro. Si bien los autores observan que la contribución precisa de las perturbaciones de la liquidez global sobre la inflación de la zona depende de la especificación del modelo y de la metodología utilizada para calcular la liquidez global, esta es siempre considerable y puede representar hasta alrededor de un tercio de la variabilidad del nivel de precios en el largo plazo². Rüffer y Stracca estiman un vector autorregresivo (VAR), que incluye una medida de la liquidez global aproximada por un agregado monetario amplio construido como la suma, ponderada por el PIB, de los agregados monetarios amplios de Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la zona del euro³. Estos autores llegan a la conclusión de que la liquidez global tiene un significativo impacto positivo en el nivel de precios de la economía de la zona.

Estos resultados para la zona del euro están en línea con estudios similares llevados a cabo para el Reino Unido. Mumtaz y Surico, por ejemplo, presentan evidencia de que la relajación monetaria en el resto del mundo lleva a un incremento de la inflación medida por el IPC y de la inflación de los precios reales de la vivienda en el Reino Unido⁴. Además, D'Agostino y Surico muestran que las previsiones de inflación para Estados Unidos basadas, entre otras, en las medidas de liquidez global construidas con agregados monetarios son significativamente más precisas que las de otros modelos que consideran solamente variables nacionales⁵.

Efectos sobre la inflación de los precios de los activos

Al evaluar los efectos de la liquidez global en los precios de los activos, conviene diferenciar entre las distintas categorías de precios de los activos, como los precios de la vivienda y los precios de las materias primas.

1 H. Berger y T. Harjes, «Does Global Liquidity Matter for Monetary Policy in the Euro Area?», *IMF Working Papers*, n.º 09/17, 2009.

2 J. M. Sousa y A. Zaghini, «Monetary Policy Shocks in the Euro Area and Global Liquidity Spillovers», *International Journal of Finance and Economics*, vol. 13, 2008, pp. 205-218.

3 R. Rüffer y L. Stracca, «What is Global Excess Liquidity, and does it Matter?», *Working Paper Series*, n.º 696, BCE, 2006.

4 H. Mumtaz y P. Surico, «The Transmission of International Shocks: A Factor-Augmented VAR Approach», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 41, n.º 1, 2009, pp. 71-100.

5 A. D'Agostino y P. Surico, «Does Global Liquidity Help to Forecast U.S. Inflation?», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 41, n.º 2-3, 2009, pp. 479-489.

Belke, Bordon y Hendricks estudian los datos agregados correspondientes a diez países de la OCDE y a la zona del euro, y concluyen que una medida de liquidez global basada en los agregados monetarios amplios es un indicador útil de la inflación de los precios de las materias primas⁶. Belke, Orth y Setzer muestran que la holgada liquidez global, medida por los agregados monetarios amplios, contribuyó a la inflación de los precios de la vivienda entre 2002 y 2006. También sugieren que la caída de los precios de la vivienda resultante de la crisis de las *subprime* hizo que la liquidez inflara los precios de las materias primas⁷. Además, el FMI ha examinado recientemente los vínculos entre la expansión de la liquidez global, los precios de los activos y los flujos de entrada de capital en las economías emergentes⁸. Los resultados muestran que el incremento de la liquidez global está asociado al aumento de la rentabilidad de los valores de renta variable y al descenso de los tipos de interés reales en 34 economías «receptoras de liquidez». Alessi y Detken muestran que las medidas de liquidez monetaria global obtenidas de un agregado monetario estrecho y de un agregado crediticio son más informativas que las variables reales para detectar las fases expansivas y recesivas del ciclo⁹.

Utilizando una medida de liquidez monetaria global construida mediante la suma de la base monetaria y de las reservas internacionales de Estados Unidos, Darius y Radde observan la existencia de un impacto asimétrico sobre las distintas categorías de precios de los activos, con un efecto mucho más acusado en los precios de la vivienda que en los precios de los valores de renta variable y de las materias primas¹⁰. Su resultado es básicamente compatible con las conclusiones de otros estudios que se basan en medidas de liquidez global más convencionales.

6 A. Belke, I. G. Bordon y T. W. Hendricks, «Global Liquidity and Commodity Prices – a Cointegrated VAR Approach for OECD Countries», *Applied Financial Economics*, vol. 20, 2010, pp. 227-242.

7 A. Belke, W. Orth y R. Setzer, «Liquidity and the Dynamic Pattern of Asset Price Adjustment: A Global View», *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, 2010, pp. 1933-1945.

8 «Global Liquidity Expansion: Effects on 'Receiving' Economies and Policy Response Options», *Global Financial Stability Report*, FMI, capítulo 4, abril de 2010.

9 L. Alessi y C. Detken, «Quasi realtime 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.

10 R. Darius y S. Radde, «Can Global Liquidity Forecast Asset Prices?», *IMF Working Papers*, n.º 10/196, 2010.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha definido la liquidez global desde el punto de vista más conveniente para la política monetaria. Esta definición se basa en dos conceptos: la liquidez monetaria global, definida como la facilidad de convertir activos monetarios en bienes y servicios, a escala nacional y transfronteriza, y la liquidez de los mercados financieros, definida como la facilidad para negociar con activos en comparación con negociar con dinero, reflejando el coste de convertir un activo financiero en dinero. Desde la perspectiva de la política monetaria, la liquidez monetaria y la liquidez de los mercados financieros no deben considerarse por separado, sino como dos conceptos que se influyen mutuamente. La liquidez monetaria glo-

bal tiene un impacto sobre la evolución de los precios internos, al tiempo que la liquidez global de los mercados financieros es importante para el funcionamiento de estos mercados. No obstante, un nivel excesivo de liquidez en los mercados financieros puede generar inflación de los precios de los activos, con consecuencias graves para la estabilidad de precios internos. La crisis financiera ha puesto de manifiesto que la liquidez puede desaparecer con rapidez, con repercusiones importantes para el producto y para los riesgos para la estabilidad de precios.

Estas observaciones indican que las implicaciones de la liquidez global deben quedar adecuadamente reflejadas en las estrategias de política monetaria de los bancos centrales. En concreto, la política

monetaria ha de tener en cuenta el impacto de la liquidez global en su valoración de los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, otorgando un destacado papel al análisis desde una perspectiva interna y global del dinero, del crédito y, en términos más generales, de las condiciones de liquidez.

Habida cuenta de la naturaleza multidimensional de la liquidez global y de la falta de un indicador único que capte su evolución, es importante realizar un seguimiento de una amplia gama de medidas, con el fin de aprovechar al máximo la información a disposición de los responsables de la política monetaria.

LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO Y LA CRISIS

ARTÍCULOS

Los mercados de trabajo de la zona del euro y la crisis

Entre el inicio de la crisis económica y financiera en 2008 y el comienzo de 2010, se perdieron en la zona del euro casi 4 millones de puestos de trabajo. No obstante, desde una perspectiva histórica, habida cuenta de la magnitud de la caída del PIB, el ajuste del empleo fue relativamente moderado a nivel agregado de la zona. Sin embargo, el impacto de la crisis fue especialmente fuerte en algunos países y en algunos grupos específicos de trabajadores. La heterogeneidad de las reacciones entre países refleja no solo diferencias en la severidad de la crisis y de las políticas adoptadas como consecuencia de la misma, sino también la diferente naturaleza de las perturbaciones que sufrieron las economías de la zona del euro y la presencia de desequilibrios en el período previo a la crisis.

Por lo que respecta a las consecuencias a más medio plazo, pueden observarse cada vez más señales de un creciente desajuste entre las cualificaciones de los trabajadores y los requisitos de los puestos de trabajo, así como un incremento reciente del desempleo estructural en los países de la zona del euro. Además, las rigideces a la baja de los salarios limitan la necesaria flexibilidad en la respuesta de los salarios a las condiciones del mercado de trabajo para estimular la creación de empleo. El aumento del desempleo estructural subraya la urgente necesidad de perseverar y profundizar en la aplicación de reformas de amplio calado para eliminar las rigideces en los mercados de trabajo de los países de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

Desde 2008, la situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha empeorado significativamente, habiéndose registrado un acusado aumento de la tasa de paro, que alcanzó el 11,3% en julio de 2012. No obstante, se produjo una notable heterogeneidad entre unos países y otros, con cambios muy sustanciales en las tasas de empleo y de paro de algunos países de la zona del euro, mientras que, en otros, el impacto de la crisis fue menor. El principal objetivo del presente artículo es documentar esta evolución, analizar el papel desempeñado por distintos factores a la hora de explicar las reacciones del mercado de trabajo de los diferentes países y evaluar las implicaciones para las perspectivas de los mercados de trabajo de la zona del euro¹.

En la primera sección se presenta la evolución de los mercados de trabajo desde el inicio de la crisis analizando la heterogeneidad entre unos países y otros e identificando los grupos de trabajadores que se han visto más afectados. También se examina el impacto de la crisis sobre la población activa y se muestra el alcance del ajuste salarial en respuesta al debilitamiento del mercado de trabajo. En la sección segunda se analizan los posibles efectos de estos acontecimientos sobre algunas de las princi-

pales características de los mercados de trabajo de la zona del euro. En particular, se investiga el posible aumento del desajuste entre demanda y oferta de trabajo como consecuencia de la crisis y su impacto sobre el desempleo estructural. A continuación, se describen las principales medidas de política adoptadas desde el inicio de la crisis. En la sección final se presentan las conclusiones.

2 EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO DESDE EL INICIO DE LA CRISIS

2.1 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL DESEMPLEO

Tras el inicio de la crisis financiera en 2008, se perdieron en los mercados de trabajo de la zona del euro casi 4 millones de puestos de trabajo, con una caída del empleo del 2,6%, desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008 hasta el mínimo registrado en el primer trimestre de 2010². En el mismo período, la tasa de empleo descendió 1,7 puntos porcentuales, hasta el 64,2%. La tasa de paro aumentó desde el 7,3% del primer trimestre de 2008 —el nivel más bajo

1 El presente artículo se basa en «Euro area labour markets and the crisis», *Structural Issues Report*, BCE, septiembre de 2012.

2 En el primer trimestre de 2012, el empleo se había reducido en más de 4 millones (un 2,8%) en comparación con su punto máximo.

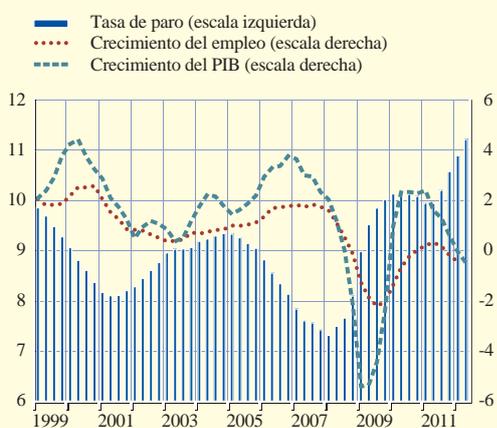
desde la introducción del euro— hasta el 10,1 % de comienzos de 2010 y, tras un breve descenso, se incrementó de nuevo hasta alcanzar el 11,3 % en julio de 2012.

No obstante, habida cuenta de la gravedad de la crisis (véase gráfico 1), que trajo consigo una caída del PIB de la zona del euro del 5,6 % entre el primer trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009³, el ajuste del empleo fue relativamente moderado a nivel agregado de la zona. Durante las etapas iniciales de la crisis, distintas prácticas de las empresas para retener a sus trabajadores contribuyeron a mitigar dicho ajuste (medido en número de personas), ya que se observó una preferencia generalizada por las modalidades de flexibilidad interna, como el recorte de las horas extraordinarias y los planes de reducción de jornada. En particular, la disminución del total de horas trabajadas en la zona del euro (-4,5 %) fue considerablemente mayor que la caída del empleo medido en número de personas (-2,6 %)⁴.

De hecho, una característica clave de la crisis es el muy sustancial grado de heterogeneidad observado entre los distintos países miembros de la zona del euro, cuyas pérdidas de empleo acumuladas entre el punto máximo y el mínimo variaron entre

Gráfico 1 PIB, empleo y paro de la zona del euro

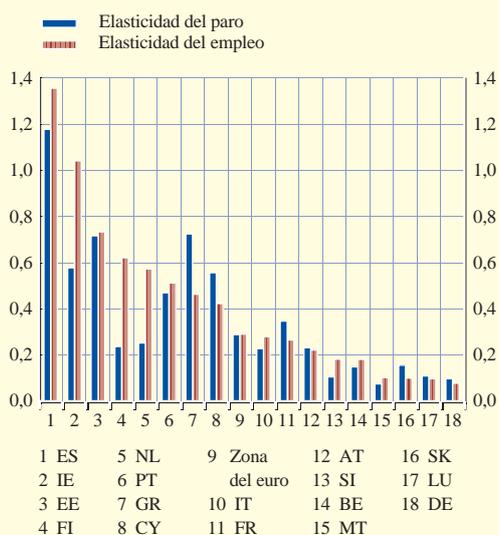
(porcentajes, crecimiento interanual)



Fuentes: Comisión Europea (cuentas nacionales para el PIB y el empleo, y Encuesta de población activa de la UE para el paro).

Gráfico 2 Elasticidad del empleo y del paro con respecto al producto durante la crisis

(variación del empleo o del paro dividida por la variación del producto)



Fuentes: Comisión Europea (cuentas nacionales), Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

Notas: Las elasticidades se calculan utilizando datos específicos de cada país registrados entre el máximo y el mínimo cíclicos y tasas de crecimiento anualizadas. Los máximos se han elegido en el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2009, y los mínimos en el período comprendido entre el primer trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2011. Las elasticidades del paro se indican en valores absolutos, utilizando como numerador la variación en puntos porcentuales de la tasa de paro.

el -16 % y el -0,4 %. Por ejemplo, el número de empleos se redujo menos de un 1 % en Bélgica, Alemania y Luxemburgo, pese a que su PIB experimentó caídas similares a la media de la zona del euro. Por el contrario, el número de empleos descendió más de un 15 % en Estonia e Irlanda, y más de un 10 % en Grecia y España. Las diferencias en la gravedad de la crisis explican solo en parte esta evolución, ya que las elasticidades del empleo y del desempleo con respecto al PIB difieren de forma notable entre los países de la zona del euro durante ese período (véase gráfico 2). En particular, la reacción del empleo ante el cambio en la actividad económica fue muy fuerte en España e Irlanda.

3 Esta ha sido la recesión más profunda que han experimentado las economías de la zona del euro desde la Segunda Guerra Mundial.

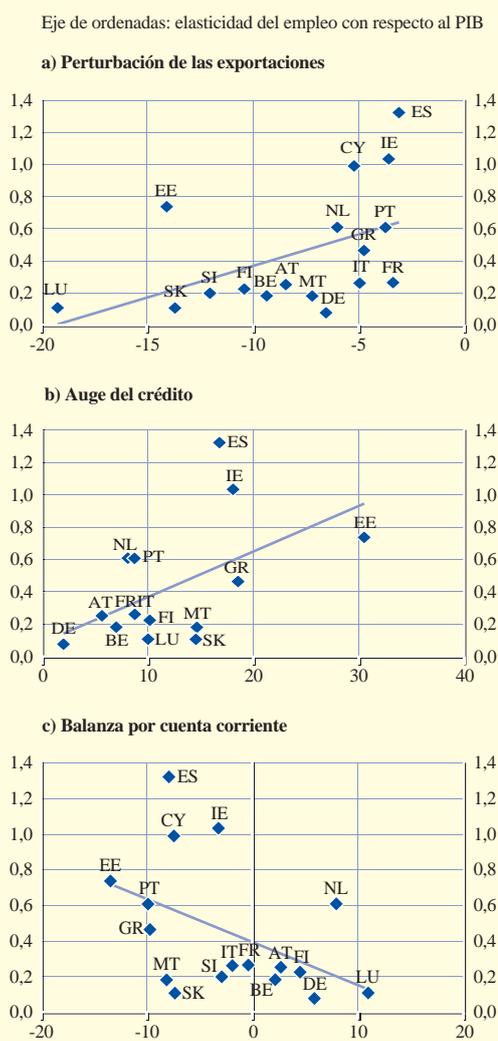
4 Las cifras representan el descenso, entre el máximo y el mínimo cíclicos, registrado entre el segundo trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009 y entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2010, respectivamente.

La naturaleza de la perturbación podría ser un factor crucial a la hora de explicar la transmisión de la caída del PIB al mercado de trabajo. Por ejemplo, el componente externo de la desaceleración (es decir, el desplome del comercio mundial y las exportaciones durante los primeros trimestres de la crisis) resultó transitorio. En la medida en que las empresas esperaban que la pérdida de producto fuera transitoria, podrían haber retenido trabajadores en previsión de la recuperación del comercio. Por el contrario, el estallido de la burbuja inmobiliaria (que entrañó una reestructuración más permanente) implicó la necesidad de un mayor ajuste del factor trabajo, de modo que las empresas tuvieron menos capacidad para retener personal. Al respecto, el panel a) del gráfico 3 sugiere una relación positiva (y significativa) entre la magnitud relativa de la variación de las exportaciones (en puntos porcentuales del PIB) y la elasticidad del empleo observada en los distintos países⁵.

En cambio, en los paneles b) y c) del gráfico 3 se observa que los países que registraban un mayor crecimiento del crédito y déficits por cuenta corriente antes de la crisis mostraron una mayor elasticidad del empleo. Otros factores específicos de cada país también influyeron en el grado de ajuste del empleo durante la crisis; por ejemplo, los mercados de trabajo que se caracterizaban por tener una mayor proporción de contratos temporales antes de la crisis presentaban pérdidas de empleo e incrementos del desempleo desproporcionadamente más grandes.

También se observaron grandes divergencias entre grupos de trabajadores en los países de la zona del euro. Las pérdidas de empleo se concentraron masivamente en el sector manufacturero y la construcción. El ajuste del empleo en la construcción fue especialmente significativo en Estonia, Irlanda y España, reflejo, en parte, de una corrección del auge registrado anteriormente en el sector de la vivienda. Como resultado, en parte, de las fuertes pérdidas de empleo en los sectores manufacturero y de la construcción, los trabajadores menos cualificados y los jóvenes fueron los más afectados por la crisis. En particular, los trabajadores poco cualificados fueron los más perjudicados

Gráfico 3 Algunos factores explicativos de la elasticidad del empleo con respecto al PIB



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, cálculos del BCE, fuentes nacionales en el caso de Estonia, Malta y Eslovaquia y base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial, FMI.

Notas: (a) La perturbación de las exportaciones se mide como la variación porcentual de las exportaciones entre 2008 y 2009 en relación con el PIB de 2008 (volúmenes encadenados). Los datos de Grecia son provisionales.

(b) Medido como crecimiento anual medio del crédito entre 2008 y 2009, salvo en el caso de Malta (2005-2008) y Eslovaquia (2002-2008).

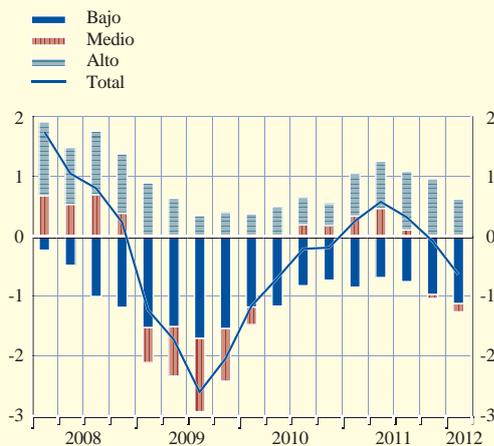
(c) Balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB; promedio del período 2004-2007.

5 Por lo que respecta a este resultado, las estimaciones basadas en la ley de Okun (que relaciona las variaciones del PIB con las variaciones de la tasa de paro) de diferentes componentes del PIB también indican que el desempleo es sobre todo sensible al componente de consumo privado, mientras que el comercio exterior es el componente del PIB que tiene un menor impacto. Así pues, la elasticidad relativamente baja del componente de comercio parece contribuir a explicar por qué en algunos países la tasa de paro no aumentó tanto como cabría esperar basándose en la relación típica de Okun.

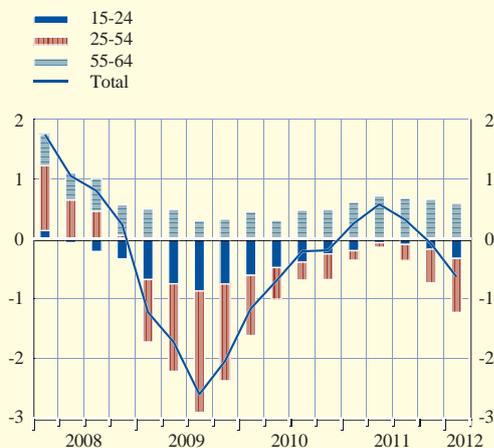
Gráfico 4 Evolución del empleo en la zona del euro

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)

a) Desglose del empleo por nivel educativo



b) Desglose del empleo por grupos de edad



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.

(véase gráfico 4a). Por el contrario, el empleo de alta cualificación siguió creciendo durante todo el período, aunque a un ritmo más lento que antes. La crisis golpeó especialmente a los trabajadores más jóvenes, lo que contrasta de forma notable con la evolución del empleo entre los trabajadores de más edad (de 55 a 64 años), que experimentó un claro aumento durante la crisis (véase gráfico 4b). El comportamiento más favorable de este colectivo podría reflejar el impacto de varias reformas recientes adoptadas en algunos países en los años anteriores, en particular las reformas de los sistemas de pensiones para fomentar la participación en el mercado laboral de los mayores durante más años.

Por último, la evolución del desempleo de larga duración muestra un impacto significativo de la crisis. El incremento inicial del desempleo se debió a los nuevos desempleados que, al perder su trabajo, engrosaban las filas del paro. Por consiguiente, el desempleo de corta duración aumentó rápidamente entre 2008 y 2009. A medida que continuó la crisis y los parados aún experimentaban dificultades para encontrar un empleo, el número de desempleados de larga duración (definidos como aquellos que se encuentran en esa situación durante más de seis meses) comenzó a crecer a comienzos de 2009. El desempleo de larga duración en la zona del euro representaba el 67,3 % del desempleo total en el segundo trimestre de 2010, es decir, 7 puntos porcentuales más que en el primer trimestre de 2008⁶. En el recuadro 1, que figura a continuación, se profundiza en el análisis anterior examinando los flujos del mercado de trabajo.

6 Véase, en el recuadro 2, una comparación de la evolución del desempleo entre la zona del euro y Estados Unidos.

Recuadro 1

UN ANÁLISIS DE FLUJOS DEL IMPACTO DE LA CRISIS EN LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO

Un análisis de la evolución reciente de los flujos brutos de trabajadores (es decir, de los movimientos entre empleo, desempleo e inactividad) en los países de la zona del euro¹ puede ser de gran utilidad para entender la dinámica de los mercados de trabajo, ya que puede poner de manifiesto diferencias

1 Alemania, Bélgica, Luxemburgo y Portugal quedan excluidos de este análisis por falta de datos micro asociados a la encuesta de fuerza de trabajo de la UE.

en las propiedades dinámicas de dichos mercados en los distintos países de la zona y en su capacidad de ajuste a las distintas perturbaciones. En este recuadro se utilizan datos micro de 13 países de la zona del euro obtenidos de la Encuesta de población activa (de la UE) para analizar la dinámica de los mercados de trabajo, ya que estos datos permiten hacer un seguimiento de la situación laboral de los individuos.

En el gráfico A se muestra la magnitud media de los flujos de entrada y de salida del empleo durante el período previo a la crisis (desde el primer trimestre de 2004 hasta el segundo trimestre de 2008) y se compara con el período transcurrido desde el inicio de la crisis (desde el tercer trimestre de 2008 hasta el tercer trimestre de 2010). Si se consideran los 13 países de la zona del euro en su conjunto, en cada trimestre desde 2004, alrededor de un 4% de los trabajadores que conforman la población activa total han perdido, en promedio, su empleo. Sin embargo, las diferencias entre los países de la zona son grandes: los flujos son alrededor de cinco veces más altos en países como España y Finlandia que en Grecia y Eslovaquia. Considerando únicamente el período transcurrido desde 2008, la caída de la actividad provocó, como era de esperar, un aumento de la tasa de destrucción de empleo (que mide las salidas del empleo) y un descenso de la tasa de creación de empleo (que mide las incorporaciones a nuevos trabajos). No obstante, en el conjunto de 13 países analizado se observó un incremento mayor de la tasa de destrucción de empleo, pasando los flujos de salida del empleo del 4,2% al 4,7% de la población activa.

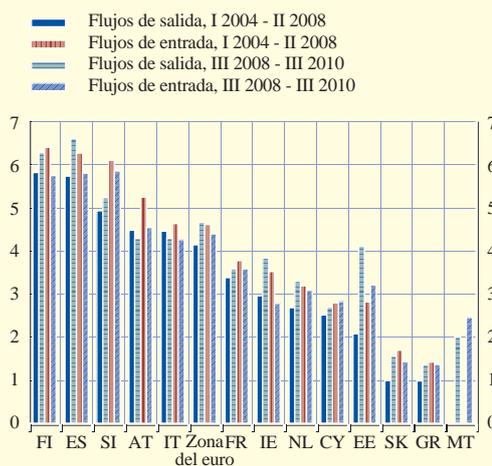
Por lo que se refiere al impacto de la crisis, las diferencias entre países son considerables. Los flujos de salida del empleo aumentaron de forma acusada en Estonia, Irlanda y España. A este respecto, el incremento de los flujos de salida del empleo desde el inicio de la crisis estuvo asociado significativamente a la intensidad de la caída del PIB, con un coeficiente de correlación de 0,7 entre las variaciones de los flujos de salida del empleo y la caída acumulada del PIB de los distintos países de la zona del euro.

Los datos micro de la encuesta permiten analizar el impacto de las características personales y del puesto de trabajo sobre estos flujos. Los principales resultados muestran una clara relación entre la edad y la probabilidad de perder el empleo, siendo los trabajadores más jóvenes los que tienen mucha más probabilidad de salir del mercado de trabajo que los trabajadores de más edad². También se observa una clara correlación inversa entre el nivel educativo y la probabilidad de perder el empleo. Por lo que se refiere a las características profesionales, el ajuste del empleo se concentra en los trabajadores con contratos temporales, especialmente en algunos países de la zona del euro (España, Francia y Finlandia). Si se consideran las ramas de actividad, la construcción tiende a mostrar tasas de salida del empleo hacia el desempleo más elevadas, dado que la magnitud del ajuste llevado a cabo en la construcción fue mucho mayor que en otros sectores.

2 Este resultado se satisface después de controlar por la distinta incidencia de los contratos no regulares y de la composición sectorial del empleo.

Gráfico A Flujos de entrada y de salida del empleo

(en porcentaje de la población activa)

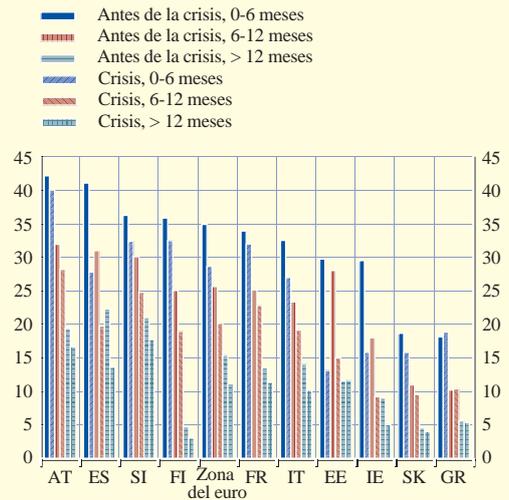


Fuentes: Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.
Nota: BE, DE, LU y PT no se han incluido en la zona del euro.

En cuanto a los flujos del desempleo, las probabilidades de salir del paro en los países de la zona del euro disminuyeron, en general, durante la crisis, aunque en distinto grado (véase el gráfico B, que muestra los flujos de salida del desempleo en porcentaje del paro). Como era de esperar, se observa una marcada relación negativa entre la tasa de salida y la duración del desempleo, lo que sugiere la existencia de dificultades para que los parados de larga duración encuentren de nuevo empleo. Sin embargo, la crisis también ha afectado directamente a los episodios de desempleo de corta duración. En algunos países, el desempleo de corta duración ha aumentado rápidamente, ya que la probabilidad de encontrar un nuevo trabajo se ha reducido de forma acusada, como consecuencia de las bajas tasas de creación de empleo.

Gráfico B Flujos de salida del desempleo, por duración

(porcentaje de paro)



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.
Nota: BE, CY, DE, LU, MT, NL y PT no se han incluido en la zona del euro.

Recuadro 2

COMPARACIÓN DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL DESEMPLEO EN LA ZONA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS

Entre el inicio de la recesión en 2008 y finales de 2011, el empleo total se redujo en casi 6 millones de personas en Estados Unidos (en torno al 4,5% del total anterior a la recesión), mientras que en la zona del euro se contrajo en alrededor de 4 millones (es decir, el 2,6%)¹. Al mismo tiempo, la contracción de la actividad económica fue de magnitud similar, observándose descensos del PIB real desde el máximo al mínimo cíclicos cercanos al 5% en ambas economías.

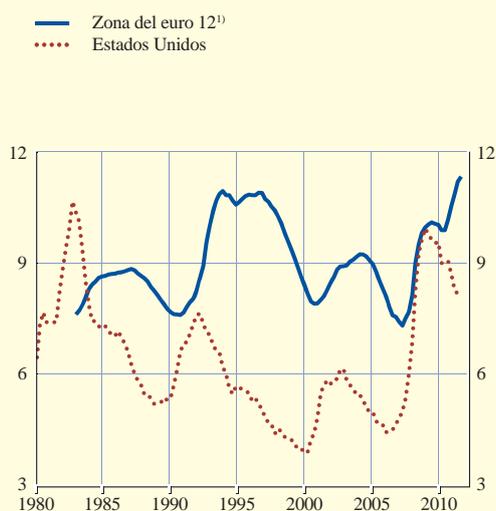
Las menores pérdidas de empleo observadas en la zona del euro en relación con Estados Unidos podrían explicarse por diversos motivos, entre otros, una exposición relativamente menor de la zona del euro a las perturbaciones sectoriales en los sectores financiero y de la construcción, y una mayor dependencia de los planes de reducción de las horas de trabajo en muchos países de la zona del euro. Estados Unidos también experimentó reducciones considerables en la oferta de mano de obra, que —pese a su carácter negativo— ayudaron a contener el aumento de la tasa de desempleo.

Estas distintas dinámicas de los mercados de trabajo han dado lugar a que el aumento del paro en la zona del euro fuera menor que en Estados Unidos, si bien partía de un nivel inicial más elevado (véase gráfico A). En general, desde el comienzo de la crisis, la tasa de paro agregada de la zona del

¹ Para más información sobre las diferencias metodológicas en la compilación de los datos de empleo en la zona del euro y en Estados Unidos, véase el artículo titulado «Comparación de las estadísticas de la zona del euro, Estados Unidos y Japón», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2005.

Gráfico A Evolución del desempleo en la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje de la población activa)



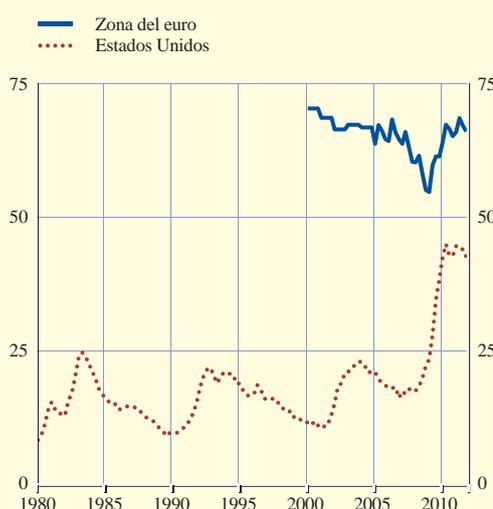
Fuentes: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2012.

1) Los datos hasta 1995 se calculan a partir de la evolución en la zona del euro 12, es decir, excluidos Chipre, Eslovaquia, Estonia y Malta (ya que no se dispone de datos para todos los países de la zona del euro). Los datos para años posteriores incluyen los 17 países de la zona del euro.

Gráfico B Duración del desempleo en la zona del euro y Estados Unidos

(parados durante al menos seis meses en porcentaje del desempleo total)



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

Notas: Datos para la zona del euro desde el primer trimestre de 2000. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2011.

euro se ha incrementado en torno a 4 puntos porcentuales, hasta el 11,3% en julio de 2012. En Estados Unidos, la tasa de paro se elevó inicialmente desde el 4,8% de febrero de 2008 hasta un máximo del 10,1% en octubre de 2009. A principios de 2010, ambas economías registraban tasas de desempleo cercanas al 10%, pero desde entonces la evolución ha sido bastante distinta. Mientras que en Estados Unidos la tasa de paro ha ido disminuyendo, en la zona del euro ha seguido creciendo.

En ambas economías se ha observado un incremento considerable en la duración del desempleo desde el inicio de la crisis. El gráfico B muestra los marcados incrementos en la proporción del desempleo de larga duración (los parados durante seis meses o más en porcentaje del desempleo total). Habitualmente, la proporción del desempleo de larga duración en Estados Unidos es, en general, mucho más baja que en la zona del euro. En cambio, la última recesión ha generado un crecimiento considerable del paro de larga duración en Estados Unidos, debido, en parte, a la gravedad de la recesión, pero también es probable que se deba a la ampliación de la duración de la prestación por desempleo, de 26 a 99 semanas en 2008, lo que aumentó el incentivo para registrarse como parado más allá del horizonte de seis meses.

En resumen, el impacto de la crisis fue profundo en ambas economías, con un marcado aumento de las tasas de desempleo, lo que suscita cierta preocupación en torno a un posible incremento de la persistencia del desempleo debido a la crisis actual, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

2.2 REACCIÓN DE LA OFERTA DE TRABAJO ANTE LA CRISIS

Por lo que respecta a la evolución de la oferta de mano de obra en los años anteriores a la crisis, la población activa de la zona del euro crecía a una tasa media interanual de alrededor del 1,3%. En 2009 y 2010, este crecimiento se ralentizó hasta situarse en una media anual del 0,2%. Los datos más recientes (hasta el cuarto trimestre de 2011) muestran un panorama similar, con una tasa de crecimiento interanual de la oferta laboral del 0,3%. A esta desaceleración contribuyeron tanto la evolución del crecimiento de la población como el comportamiento de la tasa de actividad, aunque la caída de las tasas de actividad fue más acusada que la experimentada por el crecimiento de la población. La evolución por edades y sexos muestra que la población activa femenina solo registró una desaceleración de la tasa de crecimiento positiva, mientras que la población activa masculina, de hecho, se redujo durante la crisis. Por grupos de edad, la oferta de trabajadores mayores (de 55 a 64 años) siguió aumentando durante la crisis a tasas similares a las de años anteriores, mientras que la crisis afectó muy negativamente al grupo con edades comprendidas entre 25 y 54 años y a los trabajadores más jóvenes.

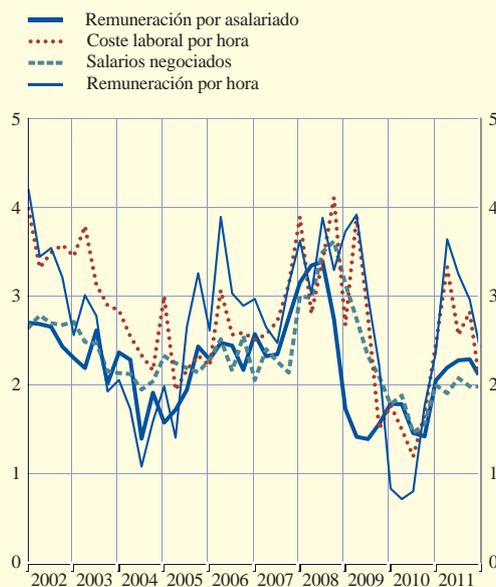
En general, habida cuenta de la intensidad de la crisis, la oferta de trabajo parece haber reaccionado con relativa moderación frente al deterioro del mercado de trabajo de la zona del euro. Ello podría guardar relación con el «efecto del trabajador adicional» (es decir, la incorporación de la mujer a la población activa para recuperar la pérdida de ingresos que supone la pérdida del empleo del varón del mismo hogar), así como con el aumento de la tasa de actividad de los trabajadores de más edad como consecuencia, en parte, de las anteriores reformas de los sistemas de pensiones.

2.3 RESPUESTA DE LOS SALARIOS A LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA

Por lo que respecta a la evolución salarial, los cuatro indicadores del salario nominal de la zona del euro que se presentan en el gráfico 5 mantu-

Gráfico 5 Indicadores de salarios de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

vieron su trayectoria alcista a comienzos de la recesión en 2008. En lo referente a la remuneración por asalariado y a los salarios negociados, en la mayoría de los casos, dicha trayectoria refleja lo estipulado en los convenios colectivos firmados antes de la crisis, ya que, en la zona del euro, el período de vigencia de estos convenios abarca, en promedio, de uno a tres años. La tendencia alcista de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado comenzó a invertirse en torno al segundo semestre de 2008. Si se tienen en cuenta las horas trabajadas, la trayectoria alcista de los costes laborales continuó hasta principios de 2009, lo que refleja el ajuste a la baja de las horas trabajadas en algunos países de la zona del euro.

En términos de costes laborales, la retención de trabajadores por parte de las empresas se tradujo durante la recesión en una fuerte caída de la productividad por persona ocupada. En consecuencia, los costes laborales unitarios se incrementaron de forma acusada en las primeras etapas de la recesión, para ralentizarse después a lo largo de

2009 y reducirse en 2010 a medida que se moderó el crecimiento de las remuneraciones y repuntó con fuerza el aumento de la productividad.

No obstante, teniendo en cuenta la intensidad de la crisis, la respuesta de los salarios en la zona del euro parece haber sido más bien limitada, lo que refleja las rigideces salariales, en general a la

baja, imperantes en los países de la zona⁷. Al mismo tiempo, en el recuadro 3 se ofrece una perspectiva diferente de la evolución de los salarios tomando en consideración los efectos de composición del empleo.

7 Véase la sección 2.4 de «Euro area labour markets and the crisis», *Structural Issues Report*, BCE, septiembre de 2012.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS REALES EXCLUYENDO LOS EFECTOS DE COMPOSICIÓN DEL EMPLEO

La evolución salarial agregada no solo refleja cambios en los salarios de los trabajadores individuales, sino que se ve influida, además, por variaciones en la composición del empleo. Los efectos de composición parecen haber sido especialmente importantes durante la recesión más reciente y, en este sentido, también podrían explicar en parte que el ajuste de los salarios registrado en la zona del euro desde el inicio de la crisis haya sido limitado. Así pues, en este recuadro se investiga la relevancia de estos efectos de composición para explicar la moderación en la variación de los salarios reales antes y después de la recesión en cinco países de la zona del euro, a saber, Alemania, Bélgica, Francia, Italia y Portugal.

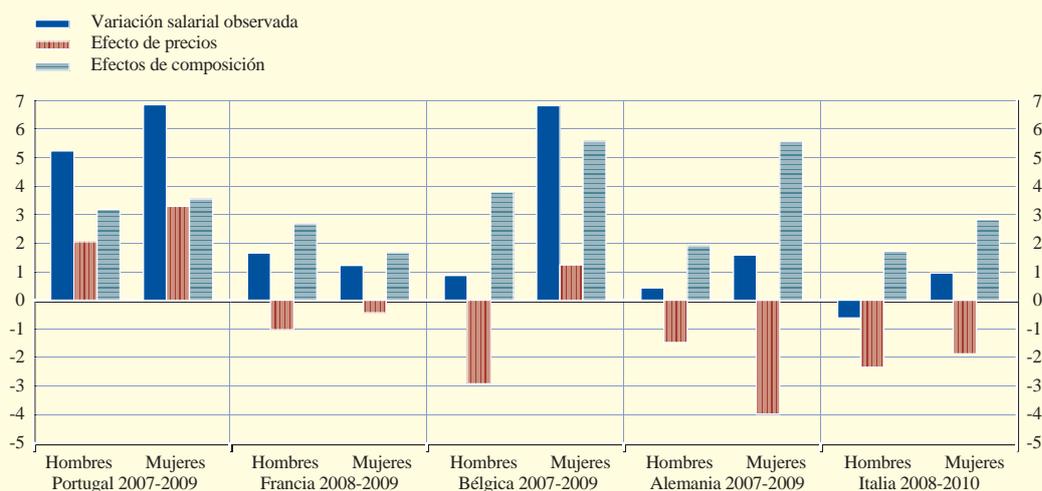
Las características del empleo han cambiado en el período posterior a la crisis porque muchos trabajadores con salarios bajos, como los jóvenes, los inmigrantes y los trabajadores del sector de la construcción, perdieron sus empleos (véase sección 2.1). Para analizar el efecto de este cambio en la composición del empleo sobre la estructura salarial, las variaciones en la distribución de los salarios reales durante la crisis se descomponen en variaciones debidas a las características del empleo y variaciones debidas a los salarios manteniendo constante la composición del empleo¹. En el gráfico, la barra azul (para cada país) muestra la variación observada en los salarios agregados, por sexo, durante la crisis, mientras que la barra marrón (efecto de precios) indica cambios que se habrían producido si la distribución de la educación y la experiencia de los empleados hubiera seguido siendo igual durante el período y se hubiera pagado a los trabajadores según la estructura salarial observada al final del período. La barra azul pálido (efectos de composición) indica el aumento del salario que se habría derivado solamente de variaciones en la composición de los trabajadores durante el período, si los salarios se hubieran mantenido en su nivel inicial.

El gráfico muestra que los salarios reales a lo largo de toda la distribución han aumentado durante la crisis, pero, si la composición del empleo se hubiera mantenido constante, el salario de los hombres habría *descendido* en los cinco países, salvo en Portugal. En lo que respecta a las mujeres, los resultados son similares, aunque en este caso también aumentaron los salarios en Bélgica durante la crisis, cuando se controla por los efectos de composición. En general, este análisis sugiere que

1 Para hacerlo, se calcula una densidad salarial contrafactual como si la distribución de las características elegidas de los individuos se hubiera mantenido igual desde el período inicial. Para la metodología, véanse J. DiNardo, N. M. Fortin y T. Lemieux, «Labour Market Institutions and the Distribution of Wages, 1973-1992: A Semiparametric Approach», *Econometrica*, vol. 64 (5), septiembre de 1996, pp. 1001-1044; D. Chiquiar y G. Hanson, «International Migration, Self-selection, and the Distribution of Wages: Evidence from Mexico and the United States», *Journal of Political Economy*, vol. 113 (2), abril de 2005, pp. 239-281, y J. A. F. Machado y J. Mata, «Counterfactual Decomposition of Changes in Wage Distributions Using Quantile Regression», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 20 (4), 2005, pp. 445-465.

Variaciones de los salarios reales y efectos de composición durante la crisis

(porcentajes)



Fuentes: Encuesta de fuerza de trabajo para Francia e Italia, GSOEP para Alemania, Structure of Earnings Survey para Bélgica, Quadros de Pessoal para Portugal y cálculos del BCE.
Nota: Los países se ordenan de mayor a menor, según la variación salarial observada en el caso de los hombres.

los efectos de composición —es decir, el desplazamiento del empleo hacia trabajadores mejor remunerados— puede explicar una parte importante del incremento de los salarios reales agregados durante la crisis².

2 Así pues, las variaciones salariales podrían reflejar, asimismo, cambios en las horas de trabajo y, en particular, podrían verse afectadas por la reducción en las horas de trabajo observada en algunas empresas de la zona del euro como reacción a la crisis.

3 IMPACTO DE LA CRISIS EN ALGUNAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO

3.1 ¿HA AUMENTADO EL DESAJUSTE LABORAL COMO RESULTADO DE LA CRISIS?

El aumento del desempleo en la zona del euro oculta grandes diferencias entre países y entre sectores respecto a las pérdidas de empleo y un gran aumento en la proporción de desempleados de larga duración. Una forma de investigar hasta qué punto la evolución de los mercados de trabajo muestra señales de un desajuste creciente entre la oferta y la demanda de trabajo es analizar la evolución del desempleo y de las vacantes de empleo a lo largo del tiempo, caracterizada por la curva de Beveridge (véase panel izquierdo del gráfico 6). Normalmente, esta curva presenta una relación

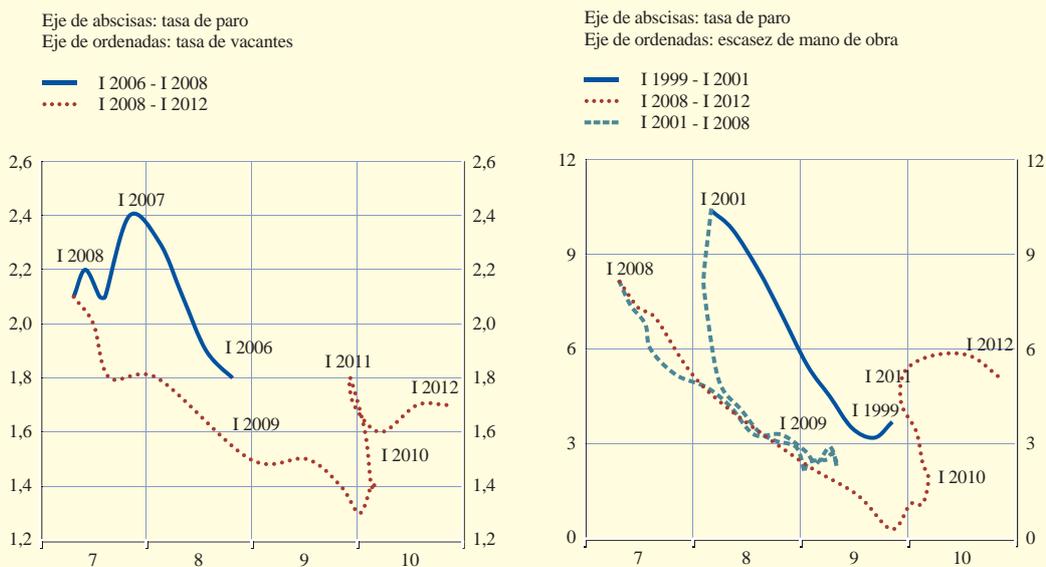
negativa entre el desempleo y las vacantes de empleo durante el ciclo económico, según evoluciona la economía desde las fases de expansión hasta las contracciones de la actividad. Los desplazamientos de la curva de Beveridge (a la derecha o a la izquierda) indican cambios en la relación entre el desempleo y las vacantes.

El gráfico 6 (panel izquierdo) muestra la evolución de la curva de Beveridge agregada de la zona del euro desde el primer trimestre de 2006 basándose en los nuevos datos disponibles de Eurostat sobre vacantes de empleo⁸. A medida que se afianzó la recesión, la tasa de vacantes se redujo

8 Véase «La tasa de vacantes en la zona del euro: una nueva serie estadística», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010. Hay varias cuestiones pendientes respecto a la comparación entre países de los datos y las discrepancias estadísticas en la compilación de las series nacionales en las que se basa el agregado de la zona del euro.

Gráfico 6 Movimientos de la curva de Beveridge de la zona del euro

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat (tasa de paro armonizada de la zona del euro, tasa de vacantes y percepciones de los empleadores del sector manufacturero respecto a la escasez de mano de obra) y cálculos del BCE.
Nota: La escasez de mano de obra se indica mediante un índice de difusión.

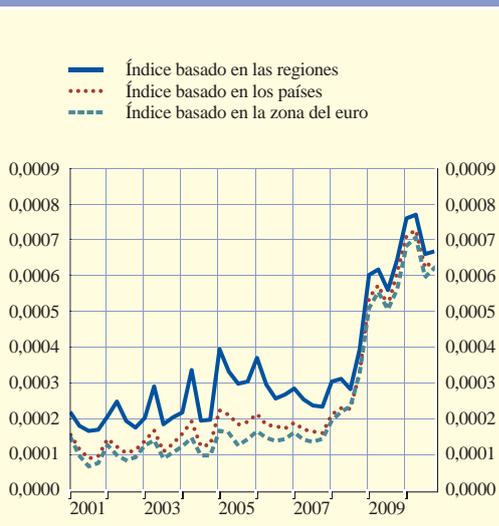
de forma acusada y el desempleo aumentó con fuerza, situación representada por un movimiento a la baja a lo largo de la curva. Desde el inicio de la recuperación del crecimiento económico, y a pesar de un fuerte incremento inicial de las tasas de vacantes en muchos países, la tasa de paro de la zona del euro ha aumentado de nuevo, posiblemente indicando un desplazamiento hacia afuera de la curva de Beveridge. En el gráfico 6 (panel derecho) se emplea una serie temporal más larga sobre escasez de mano de obra (como variable sustitutiva de las vacantes) para seguir la evolución de la curva. Ello sugiere también que, a pesar de algunas señales de mejoras estructurales tras el inicio de la UEM, después de la recesión más reciente se observan indicios de un desplazamiento hacia afuera de la curva agregada de la zona del euro, lo que indica que un nivel más alto de empleo se asocia a un nivel dado de vacantes.

El aumento del desajuste entre los desempleados y las vacantes podría estar relacionado, en parte, con una mayor discrepancia entre las cualificacio-

nes de los desempleados y los requisitos de los nuevos puestos de trabajo. Estos desajustes pueden obstaculizar la reasignación de la fuerza laboral y, por lo tanto, aumentar el desempleo estructural y reducir el crecimiento potencial. Para determinar la magnitud de esos desajustes en la zona del euro se elabora un índice que mide la diferencia entre la demanda y la oferta de cualificaciones utilizando los datos de la Encuesta europea de población activa correspondiente al período 1998-2010. El gráfico 7 muestra este índice de desajuste para el conjunto de la zona del euro calculado a tres niveles de agregación diferentes. Se observa un fuerte incremento durante el período de la crisis, lo que sugiere una notable intensificación de los problemas de desajuste en los mercados de trabajo⁹.

9 En lo que respecta a los resultados por países, el índice de desajuste de las cualificaciones ha aumentado significativamente en los mercados de trabajo gravemente afectados por auges previos en el mercado de la vivienda, como Estonia, Irlanda y España. Para más información, véase «Euro area labour markets and the crisis», *Structural Issues Report*, BCE, septiembre de 2012.

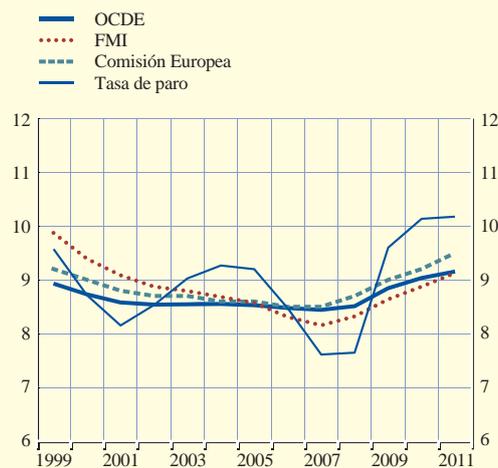
Gráfico 7 Índice de desajuste de las cualificaciones de la zona del euro



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE y cálculos del BCE.
Notas: La demanda y la oferta de cualificaciones se han aproximado por el nivel de estudios alcanzado por los empleados y por la población activa, respectivamente. El índice de la zona del euro se construye utilizando las distribuciones de cualificaciones agregadas de la demanda y la oferta de mano de obra a nivel de la zona. El índice de países se construye agregando 16 índices de desajuste de las cualificaciones calculados a partir de distribuciones de cualificaciones a nivel de país. Por último, el índice de las regiones se obtiene por agregación de todos los índices de desajuste calculados a nivel regional.

Gráfico 8 Estimaciones de la NAIRU para la zona del euro

(niveles en porcentaje)



Fuentes: Comisión Europea (Eurostat), FMI y OCDE.
Notas: Las estimaciones de la NAIRU (tasa de paro no aceleradora de la inflación) se obtienen por agregación de las tasas de desempleo estructural disponibles de cada organismo internacional. Los datos de la Comisión Europea representan el agregado de todos los Estados miembros, los datos del FMI excluyen Estonia, Malta y Eslovaquia, y los datos de la OCDE excluyen Chipre, Malta y Eslovenia.

3.2 EVOLUCIÓN DEL DESEMPEÑO ESTRUCTURAL

Una forma de obtener evidencia adicional sobre el impacto de la crisis en las características estructurales de los mercados de trabajo de la zona del euro es examinar las estimaciones disponibles de la tasa de paro no aceleradora de la inflación (NAIRU) o del desempleo estructural en los países de la zona del euro. En particular, utilizando estimaciones del FMI, la Comisión Europea y la OCDE, el gráfico 8 muestra la evolución reciente de las estimaciones de la NAIRU para la zona del euro, que indican una tendencia a la baja antes del inicio de la crisis, seguida de un incremento durante el período comprendido entre 2007 y 2011.

Por lo que respecta a los factores determinantes de esta evolución, la evidencia parece indicar la presencia de efectos de histéresis en la evolución del desempleo en la zona del euro. Uno de los principales canales operativos es a través de las variaciones del desempleo de larga duración, que des-

cribe correlaciones fuertes y significativas con el desempleo estructural.

Identificar los factores de la histéresis es una tarea difícil, habida cuenta de la amplia gama de características institucionales de los países. Se ha observado la existencia de una correlación estadísticamente significativa entre la evolución de la NAIRU y los indicadores de desajuste de las cualificaciones antes mencionados, mientras que también es evidente que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre la NAIRU y la brecha entre la tasa de paro juvenil y la tasa de paro del resto de la población activa¹⁰.

3.3 MEDIDAS DE POLÍTICA ADOPTADAS EN RESPUESTA A LA CRISIS

Tras la crisis financiera de 2008, las primeras medidas de política se centraron en apoyar la demanda

10 Para más información, véase «Euro area labour markets and the crisis», *Structural Issues Report*, BCE, septiembre de 2012.

agregada y estimular el empleo en la zona del euro. Para mitigar el impacto de la crisis sobre el empleo, también se adoptaron medidas encaminadas a promover la reducción de la jornada laboral. A medida que evolucionó la crisis, las políticas cambiaron de forma más fundamental, especialmente en los países de la zona del euro más afectados por la crisis, en los que la necesidad de emprender reformas estructurales se hizo más evidente.

Durante la crisis, las reformas del mercado de trabajo han sido especialmente intensas en Grecia, Irlanda y Portugal, países que actualmente están recibiendo asistencia financiera internacional. En el caso de las instituciones del mercado de trabajo, en Grecia estas reformas incluyeron la reducción del salario mínimo, la sustitución de los convenios colectivos sectoriales por convenios a nivel de empresa, la posibilidad de que las empresas no apliquen el convenio colectivo sectorial y la flexibilización de los pagos en concepto de indemnizaciones por despido.

En Irlanda, se están reformando los convenios colectivos sectoriales para que sean más flexibles y respondan mejor a la realidad de la situación económica y, al mismo tiempo, se han reforzado también las políticas de activación del mercado de trabajo y de formación. En Portugal, se ha puesto en marcha una reducción significativa de las indemnizaciones por despido, junto con un incremento de la flexibilidad de la jornada y una ampliación del ámbito de la negociación colectiva a nivel de empresa. Además, se ha revisado el sistema de prestaciones por desempleo reduciendo las tasas de reposición de las prestaciones y la duración máxima de las mismas.

Algunos otros países, como España e Italia, también han adoptado recientemente reformas del mercado de trabajo con el objetivo de aumentar la flexibilidad y fomentar el empleo.

4 CONCLUSIONES

El presente artículo muestra que las diferencias en la gravedad de la desaceleración económica

observadas durante la crisis solo explican parcialmente la heterogénea evolución de los mercados de trabajo en los distintos países: entre otros factores explicativos, cabe mencionar la distinta naturaleza de las perturbaciones que han afectado a las economías de la zona del euro y la presencia de desequilibrios antes de la crisis (como los anteriores episodios de auge en el sector de la construcción). La oferta laboral reaccionó frente a la desaceleración de una forma relativamente moderada en comparación con ajustes cíclicos anteriores, evolucionando favorablemente las tasas de actividad de las mujeres y de los trabajadores de más edad. Pese a la gravedad de la recesión, en los países de la zona del euro se ha observado un ajuste salarial relativamente limitado, coherente con las rigideces a la baja de los salarios, aunque los acusados cambios en la composición del empleo hacia los trabajadores mejor remunerados explican, en parte, la evolución agregada de los salarios.

Por lo que respecta a las consecuencias a medio plazo de la crisis, parece observarse un significativo desplazamiento hacia afuera de la curva de Beveridge agregada de la zona del euro, es decir, un mayor nivel de desempleo asociado a un número dado de vacantes, junto con un significativo incremento de las disparidades de las cualificaciones de la demanda y la oferta de trabajo, indicativo de un mayor grado de desajuste en el mercado de trabajo. Además, las estimaciones disponibles muestran una reciente y acusada tendencia alcista en el componente estructural del desempleo.

En este contexto, una respuesta flexible de los salarios a las condiciones imperantes en los mercados laborales de la zona euro debería ser una prioridad, a fin de facilitar la necesaria reasignación sectorial que sustente la creación de empleo y la reducción del desempleo. Ello exige, claramente, nuevas reformas profundas en los mercados de trabajo de los países de la zona del euro para limitar los riesgos de un incremento permanente de la NAIRU y una caída del crecimiento del producto potencial. Esta estrategia de reforma resulta, asimismo, un ingrediente clave para

lograr una sólida recuperación económica en las economías de la zona, lo que también facilitaría externalidades positivas adicionales respecto a la corrección y la prevención de los desequilibrios macroeconómicos, la consolidación fiscal y la estabilidad financiera.

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	S15
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversiones de la zona del euro	S22
2.9	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	S23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	S24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro	S25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,3	-	0,5	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	1,5	-	2,2	0,8	1,39	2,65
2011 IV	1,9	2,1	1,5	-	1,8	-0,4	1,50	2,65
2012 I	2,3	2,5	2,2	-	0,7	0,3	1,04	2,60
II	2,8	2,8	2,8	-	-0,1	2,7	0,69	2,32
III	.	.	.	-	.	.	0,36	1,94
2012 Abr	1,8	2,5	2,4	2,7	0,0	2,9	0,74	2,47
May	3,3	2,9	2,9	2,8	-0,2	3,0	0,68	1,89
Jun	3,5	3,0	3,1	3,2	-0,4	2,1	0,66	2,32
Jul	4,5	3,5	3,6	3,2	-0,4	1,2	0,50	1,87
Ago	5,1	3,2	2,9	.	-0,6	.	0,33	1,91
Sep	.	.	.	.	.	.	0,25	1,94

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

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,6	2,0	7,3	76,8	-0,5	10,1
2011	2,7	5,9	2,1	1,4	3,4	80,4	0,2	10,1
2011 IV	2,9	5,1	2,2	0,6	-0,2	79,8	-0,1	10,6
2012 I	2,7	3,7	1,5	0,0	-1,8	79,8	-0,5	10,9
II	2,5	2,2	1,6	-0,5	-2,4	78,8	-0,6	11,3
2012 Abr	2,6	2,6	-	-	-2,6	79,7	-	11,2
May	2,4	2,3	-	-	-2,6	-	-	11,3
Jun	2,4	1,8	-	-	-2,0	-	-	11,4
Jul	2,4	1,6	-	-	-2,8	77,8	-	11,4
Ago	2,6	2,7	-	-	.	-	-	11,4
Sep	2,7	.	-	-	.	-	-	.

3. Estadísticas del sector exterior

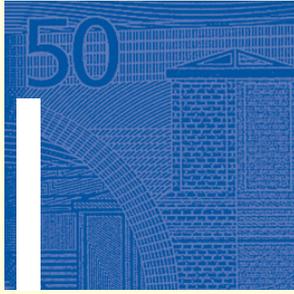
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,1	103,6	101,6	1,3257
2011	8,4	4,9	156,9	667,1	-11,5	120,4	103,4	100,7	1,3920
2011 IV	40,8	14,6	-59,4	667,1	-11,5	120,4	102,1	99,4	1,3482
2012 I	-4,1	5,3	-82,4	671,2	-11,0	120,8	99,5	96,9	1,3108
II	17,7	25,1	57,8	701,5	.	.	98,2	95,9	1,2814
III	.	.	.	.	.	.	95,9	93,7	1,2502
2012 Abr	1,7	5,4	-8,3	679,7	.	.	99,5	97,2	1,3162
May	-1,8	5,5	36,6	695,7	.	.	98,0	95,7	1,2789
Jun	17,8	14,2	29,5	701,5	.	.	97,2	94,9	1,2526
Jul	16,2	12,5	17,6	724,8	.	.	95,3	93,2	1,2288
Ago	.	.	.	716,1	.	.	95,2	93,0	1,2400
Sep	.	.	.	.	.	.	97,2	95,0	1,2856

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	31 agosto 2012	7 septiembre 2012	14 septiembre 2012	21 septiembre 2012	28 septiembre 2012
Oro y derechos en oro	433.778	433.778	433.778	433.779	479.292
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	262.946	262.895	262.555	261.479	256.413
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	49.048	46.346	42.682	42.001	39.858
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	19.172	18.654	19.325	17.865	16.512
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	1.209.827	1.205.288	1.197.841	1.187.200	1.178.184
Operaciones principales de financiación	131.484	126.334	130.342	119.838	117.383
Operaciones de financiación a plazo más largo	1.077.721	1.077.721	1.066.386	1.066.296	1.058.750
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	590	891	1.044	971	2.047
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	32	341	70	96	4
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	218.803	216.250	214.542	213.426	212.652
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	599.298	598.717	598.416	597.641	597.655
Valores mantenidos con fines de política monetaria	279.038	278.923	279.165	279.383	280.207
Otros valores	320.259	319.794	319.251	318.259	317.448
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	30.041	30.042	30.042	30.042	30.010
Otros activos	261.857	261.523	261.831	266.107	271.857
Total activo	2.084.760	2.072.404	2.061.012	2.040.520	2.022.422

2. Pasivo

	31 agosto 2012	7 septiembre 2012	14 septiembre 2012	21 septiembre 2012	28 septiembre 2012
Billetes en circulación	896.434	896.584	894.502	892.185	892.496
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	1.098.605	1.088.019	1.073.119	1.067.643	1.052.529
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	541.046	549.287	526.420	550.482	525.830
Facilidad de depósito	345.956	326.805	335.048	305.647	315.754
Depósitos a plazo	209.000	209.000	209.000	209.000	209.000
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2.603	2.927	2.650	2.515	1.945
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	4.549	4.692	5.538	5.832	5.224
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	110.410	113.726	121.098	115.778	119.439
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	177.863	174.233	170.176	170.639	171.667
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	6.205	6.374	5.581	3.560	4.198
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	7.024	7.038	7.899	8.006	6.626
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	56.886	56.886	56.886	56.886	56.243
Otros pasivos	231.206	230.352	230.625	233.421	235.635
Cuentas de revalorización	409.840	409.840	409.840	409.840	452.824
Capital y reservas	85.750	85.750	85.750	85.749	85.551
Total pasivo	2.084.760	2.072.404	2.061.012	2.040.520	2.022.422

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	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Nivel	Variación	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Variación
			3	4				5
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
2012 11 Jul	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación									
2012 27 Jun	180.378	105	180.378	1,00	-	-	-	7	
4 Jul	163.629	92	163.629	1,00	-	-	-	7	
11	163.707	90	163.707	0,75	-	-	-	7	
18	156.752	98	156.752	0,75	-	-	-	7	
25	130.669	98	130.669	0,75	-	-	-	7	
1 Ago	132.768	97	132.768	0,75	-	-	-	7	
8	133.426	87	133.426	0,75	-	-	-	7	
15	130.578	86	130.578	0,75	-	-	-	7	
22	131.245	91	131.245	0,75	-	-	-	7	
29	131.484	92	131.484	0,75	-	-	-	7	
5 Sep	126.334	84	126.334	0,75	-	-	-	7	
12	130.342	80	130.342	0,75	-	-	-	7	
19	119.838	84	119.838	0,75	-	-	-	7	
26	117.383	85	117.383	0,75	-	-	-	7	
3 Oct	102.886	84	102.886	0,75	-	-	-	7	
Operaciones de financiación a plazo más largo ⁵⁾									
2012 11 Abr	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	28	
26	21.338	39	21.338	0,96	-	-	-	91	
9 May	12.988	20	12.988	1,00	-	-	-	35	
31	8.307	33	8.307	0,86	-	-	-	91	
13 Jun	18.905	21	18.905	1,00	-	-	-	28	
28	26.295	50	26.295	0,79	-	-	-	91	
11 Jul	24.398	27	24.398	0,75	-	-	-	28	
26 ⁶⁾	8.450	36	8.450	.	-	-	-	98	
8 Ago	25.180	28	25.180	0,75	-	-	-	35	
30 ⁶⁾	9.746	36	9.746	.	-	-	-	91	
12 Sep	13.844	26	13.844	0,75	-	-	-	28	
27 ⁶⁾	18.709	55	18.709	.	-	-	-	84	

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 27 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	288.426	62	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	398.078	73	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
11	Captación de depósitos a plazo fijo	424.810	95	211.500	-	-	0,75	0,03	0,02	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	440.138	78	211.500	-	-	0,75	0,02	0,02	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	397.541	69	211.500	-	-	0,75	0,02	0,01	7
1 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	463.066	72	211.500	-	-	0,75	0,02	0,01	7
8	Captación de depósitos a plazo fijo	419.957	67	211.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	419.503	58	211.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	446.823	57	211.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
29	Captación de depósitos a plazo fijo	452.904	56	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	460.886	57	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	433.177	58	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
19	Captación de depósitos a plazo fijo	468.232	59	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	385.607	49	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
3 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	420.868	56	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En el caso de las operaciones liquidadas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, al cabo de un año las entidades de contrapartida tienen la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en estas operaciones, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.
- En estas operaciones de financiación a plazo más largo, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indicado con la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo realizadas en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indicadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo ¹⁾			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
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	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012 Mar	19.178,8	9.981,7	725,5	2.758,8	1.336,0	4.376,8	
Abr	19.172,3	10.013,4	726,5	2.736,0	1.349,9	4.346,5	
May	19.253,6	10.031,6	716,1	2.736,6	1.406,7	4.362,6	
Jun	19.077,1	10.059,8	701,3	2.708,9	1.284,8	4.322,3	
Jul	19.077,4	10.026,0	724,6	2.655,6	1.332,9	4.338,4	

2. Reservas mantenidas

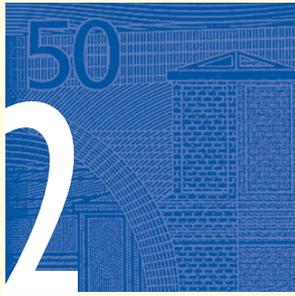
Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 8 May	105,2	110,5	5,3	0,0	1,00
12 Jun	106,6	110,8	4,2	0,0	1,00
10 Jul	106,9	111,5	4,6	0,0	1,00
7 Ago	107,0	510,2	403,2	0,0	0,75
11 Sep	107,1	540,0	432,9	0,0	0,75
9 Oct	107,0	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾				Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012 10 Abr	667,6	56,4	1.093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1.752,1
8 May	659,3	47,0	1.088,7	1,0	281,3	771,4	214,0	872,7	137,1	-28,5	110,5	1.754,6
12 Jun	656,8	58,1	1.071,0	1,6	281,1	770,8	212,8	880,8	117,8	-24,2	110,8	1.762,3
10 Jul	666,7	160,7	1.074,9	1,8	280,7	770,6	210,9	892,5	138,8	60,6	111,5	1.774,6
7 Ago	678,9	146,0	1.079,9	0,8	281,0	343,1	211,5	897,7	130,7	93,5	510,2	1.751,0
11 Sep	676,8	130,6	1.076,8	0,8	279,7	328,6	210,5	897,6	107,0	81,0	540,0	1.766,2

Fuente: BCE.

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,3	2.780,5	18,0	1,0	2.761,5	717,2	556,9	10,1	150,2	-	20,3	779,2	8,1	395,0
2012 I	5.238,2	3.336,2	18,0	1,0	3.317,3	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	354,1
II	5.572,8	3.656,6	17,0	1,0	3.638,7	729,6	569,7	10,1	149,7	-	20,9	793,6	8,2	363,9
2012 May	5.424,5	3.500,7	17,4	1,0	3.482,3	732,6	566,3	11,0	155,2	-	20,5	811,1	8,1	351,5
Jun	5.572,8	3.656,6	17,0	1,0	3.638,7	729,6	569,7	10,1	149,7	-	20,9	793,6	8,2	363,9
Jul	5.606,4	3.654,7	16,9	1,0	3.636,8	730,0	569,5	10,4	150,1	-	21,0	828,0	8,3	364,3
Ago ⁴⁾	5.628,0	3.674,8	16,9	1,0	3.656,9	731,1	571,5	10,6	148,9	-	21,6	822,6	8,3	369,6
IFM, excluido el Eurosistema														
2010	32.205,6	17.761,3	1.217,9	11.026,1	5.517,3	4.948,9	1.524,2	1.538,3	1.886,4	59,9	1.233,1	4.320,9	223,5	3.657,9
2011	33.538,3	18.481,9	1.159,6	11.161,5	6.160,7	4.765,2	1.395,8	1.517,7	1.851,7	50,2	1.211,8	4.253,0	232,3	4.544,0
2012 I	33.783,1	18.629,1	1.137,5	11.160,7	6.330,9	4.964,5	1.528,2	1.517,2	1.919,1	60,5	1.232,2	4.258,4	220,9	4.417,4
II	34.181,3	18.670,5	1.169,8	11.188,0	6.312,7	4.907,2	1.588,6	1.453,5	1.865,2	64,1	1.204,0	4.292,9	220,7	4.822,0
2012 May	34.818,6	18.635,5	1.143,8	11.173,1	6.318,6	4.946,0	1.547,1	1.510,2	1.888,7	62,0	1.225,4	4.394,1	221,8	5.333,9
Jun	34.181,3	18.670,5	1.169,8	11.188,0	6.312,7	4.907,2	1.588,6	1.453,5	1.865,2	64,1	1.204,0	4.292,9	220,7	4.822,0
Jul	34.454,0	18.637,0	1.169,4	11.214,6	6.253,1	4.872,7	1.574,8	1.406,4	1.891,5	61,9	1.210,0	4.352,9	221,1	5.098,5
Ago ⁴⁾	34.158,3	18.475,9	1.160,9	11.159,8	6.155,2	4.879,6	1.575,2	1.390,1	1.914,4	63,8	1.211,1	4.277,7	221,8	5.028,2

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 I	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
II	5.572,8	918,9	3.425,9	142,4	11,3	3.272,2	-	0,0	521,7	284,9	421,4
2012 May	5.424,5	908,1	3.324,0	110,4	9,9	3.203,8	-	0,0	522,0	255,9	414,5
Jun	5.572,8	918,9	3.425,9	142,4	11,3	3.272,2	-	0,0	521,7	284,9	421,4
Jul	5.606,4	923,1	3.388,1	112,0	27,9	3.248,1	-	0,0	550,9	318,0	426,1
Ago ⁴⁾	5.628,0	921,8	3.413,2	80,2	24,1	3.309,0	-	0,0	550,8	311,3	430,8
IFM, excluido el Eurosistema											
2010	32.205,6	-	16.513,5	196,2	10.542,5	5.774,7	612,3	4.848,0	2.045,5	4.213,7	3.972,5
2011	33.538,3	-	17.317,1	195,5	10.750,9	6.370,7	570,6	5.008,2	2.231,1	3.802,8	4.608,5
2012 I	33.783,1	-	17.514,3	192,5	10.805,5	6.516,4	558,5	5.066,6	2.260,3	3.939,4	4.444,0
II	34.181,3	-	17.651,6	191,9	10.837,3	6.622,3	560,9	4.993,6	2.285,4	3.880,1	4.809,8
2012 May	34.818,6	-	17.558,2	206,8	10.808,4	6.543,0	581,7	5.031,2	2.250,0	4.037,1	5.360,4
Jun	34.181,3	-	17.651,6	191,9	10.837,3	6.622,3	560,9	4.993,6	2.285,4	3.880,1	4.809,8
Jul	34.454,0	-	17.562,1	190,5	10.789,1	6.582,6	557,2	5.041,8	2.298,7	3.890,0	5.104,1
Ago ⁴⁾	34.158,3	-	17.415,1	184,8	10.770,0	6.460,3	563,4	5.031,9	2.306,9	3.811,0	5.029,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	25.762,1	12.263,6	1.236,5	11.027,1	3.497,4	1.949,7	1.547,7	800,6	5.005,0	231,5	3.964,1
2011	26.715,5	12.340,1	1.177,6	11.162,5	3.480,5	1.952,7	1.527,8	739,4	5.032,2	240,4	4.882,8
2012 I	26.690,5	12.317,2	1.155,5	11.161,7	3.633,9	2.106,2	1.527,7	755,9	5.032,9	229,0	4.721,6
II	27.179,0	12.375,7	1.186,8	11.189,0	3.621,9	2.158,3	1.463,6	731,3	5.086,5	228,9	5.134,7
2012 May	27.789,2	12.335,2	1.161,2	11.174,1	3.634,7	2.113,4	1.521,2	750,6	5.205,2	229,9	5.633,6
Jun	27.179,0	12.375,7	1.186,8	11.189,0	3.621,9	2.158,3	1.463,6	731,3	5.086,5	228,9	5.134,7
Jul	27.519,7	12.401,9	1.186,3	11.215,5	3.561,0	2.144,3	1.416,7	735,5	5.180,9	229,4	5.410,9
Ago ^(p)	27.300,7	12.338,6	1.177,9	11.160,8	3.547,4	2.146,7	1.400,7	738,0	5.100,4	230,1	5.346,2
Operaciones											
2010	575,8	409,9	203,3	206,5	139,4	140,4	-1,0	5,7	-112,5	2,4	130,8
2011	990,6	60,4	-55,6	116,0	125,3	149,3	-24,0	-30,1	-37,1	7,8	864,2
2012 I	112,8	-0,1	-21,2	21,1	153,8	149,8	4,0	19,2	68,9	-12,2	-116,8
II	410,1	54,2	33,8	20,4	-1,1	41,5	-42,6	-11,8	-69,3	-0,1	438,2
2012 May	832,8	6,1	1,6	4,4	26,9	27,5	-0,6	-9,9	29,9	0,3	779,5
Jun	-543,6	49,1	25,2	23,9	-19,4	17,4	-36,8	-22,8	-85,8	-1,0	-463,7
Jul	273,1	28,4	-0,6	29,0	-71,6	-17,3	-54,3	5,5	8,9	0,5	301,4
Ago ^(p)	-168,5	-55,7	-8,3	-47,3	-26,6	-11,3	-15,4	0,2	-26,4	1,1	-61,2

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2010	25.762,1	808,6	264,2	10.551,2	552,4	2.823,0	2.022,9	4.367,5	4.344,2	28,2
2011	26.715,5	857,5	259,3	10.763,0	520,4	3.006,4	2.219,6	4.088,2	5.019,5	-18,5
2012 I	26.690,5	844,9	328,5	10.814,7	498,0	2.991,6	2.271,8	4.147,5	4.850,9	-57,4
II	27.179,0	867,7	334,4	10.848,6	496,8	2.978,7	2.313,4	4.165,1	5.231,2	-56,9
2012 May	27.789,2	856,3	317,2	10.818,2	519,7	2.987,3	2.276,7	4.293,0	5.774,9	-54,2
Jun	27.179,0	867,7	334,4	10.848,6	496,8	2.978,7	2.313,4	4.165,1	5.231,2	-56,9
Jul	27.519,7	871,3	302,5	10.817,0	495,3	3.000,2	2.354,2	4.208,0	5.530,3	-59,1
Ago ^(p)	27.300,7	870,2	265,0	10.794,0	499,6	2.968,6	2.363,1	4.122,3	5.460,8	-42,8
Operaciones										
2010	575,8	38,6	11,8	332,7	-98,5	39,4	99,8	-26,3	143,4	35,0
2011	990,6	49,1	-0,8	167,8	-29,0	50,6	137,8	-198,9	860,4	-46,6
2012 I	112,8	-12,4	69,3	59,1	19,7	-0,4	17,6	117,2	-147,5	-9,8
II	410,1	22,8	8,2	31,1	-0,8	-48,6	54,2	-75,6	436,8	-18,0
2012 May	832,8	8,7	27,4	5,2	12,3	-29,5	14,2	15,1	795,2	-15,8
Jun	-543,6	11,4	17,1	31,5	-22,8	-5,4	35,8	-104,0	-504,3	-2,9
Jul	273,1	3,7	-31,8	-36,6	-1,5	8,8	11,9	-2,3	323,0	-2,1
Ago ^(p)	-168,5	-1,1	-37,7	-16,9	4,2	-10,4	-0,5	-46,8	-73,8	14,6

Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				5	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 ³⁾			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾
	M2		M3-M2	Préstamos					Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁵⁾			
	M1	M2-M1								3	4		6	7	8	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	870,2	9.279,6	-	7.292,8	3.212,9	13.244,4	10.898,4	-	623,4
2011	4.785,9	3.804,8	8.590,6	886,6	9.477,2	-	7.680,2	3.156,7	13.287,3	11.022,4	-	929,8
2012 I	4.848,3	3.877,3	8.725,6	869,4	9.595,0	-	7.662,0	3.258,8	13.283,3	10.992,8	-	903,7
II	4.894,5	3.887,0	8.781,5	859,4	9.640,9	-	7.622,2	3.312,5	13.180,6	10.978,3	-	907,9
2012 May	4.872,2	3.884,8	8.757,0	864,0	9.621,0	-	7.643,0	3.264,1	13.246,0	10.990,5	-	942,2
Jun	4.894,5	3.887,0	8.781,5	859,4	9.640,9	-	7.622,2	3.312,5	13.180,6	10.978,3	-	907,9
Jul	4.955,6	3.885,9	8.841,5	867,2	9.708,8	-	7.636,5	3.324,2	13.140,2	10.980,3	-	972,3
Ago ⁶⁾	5.045,1	3.832,5	8.877,6	840,7	9.718,3	-	7.637,7	3.336,3	13.126,2	10.973,6	-	966,7
Operaciones												
2010	195,9	-10,0	185,9	-82,5	103,4	-	251,2	344,0	187,6	183,8	239,9	-85,5
2011	77,6	76,4	154,0	-9,9	144,0	-	207,7	92,3	50,4	104,4	130,9	161,7
2012 I	65,8	73,9	139,7	20,7	160,5	-	-30,0	99,4	24,8	-7,7	1,6	-15,8
II	37,2	3,6	40,8	-8,4	32,4	-	-68,4	45,9	-74,0	-19,5	-20,5	-25,6
2012 May	71,9	-19,5	52,4	6,0	58,4	-	-48,5	31,3	0,9	-10,0	-5,8	13,5
Jun	21,2	3,9	25,2	-6,9	18,3	-	-16,0	21,0	-39,2	-3,2	-7,7	-25,3
Jul	59,7	-2,6	57,1	8,1	65,2	-	-29,1	8,2	-44,2	4,4	10,2	24,3
Ago ⁶⁾	82,9	-43,7	39,2	-17,2	22,0	-	9,5	-1,5	-8,1	0,8	2,2	9,6
Tasas de crecimiento												
2010	4,4	-0,3	2,3	-8,3	1,1	1,3	3,6	11,9	1,4	1,7	2,2	-85,5
2011	1,7	2,1	1,8	-1,1	1,5	1,7	2,8	3,1	0,4	1,0	1,2	161,7
2012 I	2,8	3,2	3,0	2,2	2,9	2,6	1,3	7,5	0,1	0,2	0,8	-20,4
II	3,5	2,4	3,0	3,5	3,1	3,2	-0,4	9,5	-0,6	-0,4	0,1	-69,1
2012 May	3,3	2,3	2,9	3,6	2,9	2,8	-0,2	9,0	-0,3	-0,2	0,3	-21,0
Jun	3,5	2,4	3,0	3,5	3,1	3,2	-0,4	9,5	-0,6	-0,4	0,1	-69,1
Jul	4,5	2,2	3,5	4,3	3,6	3,2	-1,3	9,4	-0,9	-0,4	0,1	-38,1
Ago ⁶⁾	5,1	0,8	3,2	-0,5	2,9	.	-1,5	8,0	-1,2	-0,6	-0,2	-46,3

GI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento intermensual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- Excluyen las adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales ²⁾	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	178,4	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.448,2	2.006,8
2011	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	144,5	535,5	206,6	2.820,9	115,4	2.542,8	2.201,2
2012 I	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	131,9	497,0	240,5	2.749,5	113,1	2.522,5	2.276,9
II	861,0	4.033,4	1.879,5	2.007,5	126,9	500,6	231,9	2.737,8	112,6	2.463,2	2.308,5
2012 May	856,7	4.015,5	1.887,8	1.997,0	130,7	510,0	223,4	2.754,6	113,2	2.482,3	2.292,9
Jun	861,0	4.033,4	1.879,5	2.007,5	126,9	500,6	231,9	2.737,8	112,6	2.463,2	2.308,5
Jul	866,2	4.089,4	1.866,8	2.019,1	138,7	494,7	233,8	2.753,2	111,6	2.417,6	2.354,0
Ago ^(p)	868,2	4.176,9	1.802,9	2.029,6	132,9	489,9	217,8	2.739,2	110,5	2.424,1	2.363,9
Operaciones											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	37,7	-101,6	-18,6	59,8	-7,4	102,3	96,5
2011	49,4	28,2	39,7	36,6	-13,5	-29,7	33,2	19,3	-2,5	55,6	135,2
2012 I	4,8	61,0	55,1	18,8	-11,5	3,8	28,5	-51,5	-3,2	-16,7	41,4
II	13,1	24,1	-28,0	31,6	-6,1	4,0	-6,3	-49,6	-0,6	-62,5	44,3
2012 May	6,6	65,3	-33,4	14,0	3,2	9,5	-6,7	-28,5	-0,6	-32,6	13,3
Jun	4,3	16,9	-6,7	10,6	-4,4	-9,2	6,8	-11,9	-0,6	-18,2	14,7
Jul	5,4	54,4	-14,3	11,7	11,6	-5,9	2,4	2,3	-1,0	-47,1	16,6
Ago ^(p)	1,9	81,0	-54,4	10,7	-0,1	-4,9	-12,2	3,4	-1,1	6,7	0,5
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	14,9	-15,2	-13,7	2,3	-5,7	4,5	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-8,1	-5,1	24,1	0,7	-2,1	2,2	6,7
2012 I	5,5	2,2	3,9	2,5	-12,4	-0,5	20,0	-2,5	-5,2	1,0	7,0
II	5,5	3,1	1,5	3,3	-14,8	3,4	17,7	-5,2	-5,8	-1,8	7,9
2012 May	5,5	2,9	1,6	3,0	-18,7	4,1	23,9	-4,7	-5,1	-1,1	7,1
Jun	5,5	3,1	1,5	3,3	-14,8	3,4	17,7	-5,2	-5,8	-1,8	7,9
Jul	5,9	4,3	0,7	3,6	-15,2	4,5	19,8	-5,0	-6,8	-3,7	6,6
Ago ^(p)	5,2	5,0	-2,3	3,8	-21,9	1,1	15,7	-4,9	-7,8	-3,7	6,0

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2) Excluye las cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

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)

3. Préstamos como contrapartida de M3

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Otros intermediarios financieros ²⁾		Sociedades no financieras			Hogares ³⁾				
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
2010	93,8	978,1	4.668,6	-	1.127,7	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	977,5	4.721,3	-	1.146,7	859,6	2.715,0	5.232,5	-	626,3	3.777,6	828,6
2012 I	88,0	965,0	4.698,3	-	1.136,4	846,9	2.715,0	5.241,4	-	620,3	3.792,8	828,3
2012 II	83,9	951,7	4.692,0	-	1.151,4	844,6	2.696,0	5.250,7	-	614,1	3.811,0	825,6
2012 May	82,5	959,0	4.698,0	-	1.149,3	844,9	2.703,8	5.251,0	-	620,7	3.802,1	828,2
2012 Jun	83,9	951,7	4.692,0	-	1.151,4	844,6	2.696,0	5.250,7	-	614,1	3.811,0	825,6
2012 Jul	83,2	959,0	4.698,7	-	1.165,3	841,5	2.691,9	5.239,3	-	609,2	3.804,4	825,7
2012 Ago ⁵⁾	86,5	960,2	4.682,0	-	1.158,3	835,3	2.688,4	5.245,0	-	607,5	3.810,1	827,4
Operaciones												
2010	6,4	32,3	-1,8	45,1	-37,4	-26,3	62,0	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,3	-35,1	57,7	63,5	23,0	-22,0	56,7	80,5	101,2	-11,5	84,7	7,3
2012 I	-2,9	-9,8	-9,7	-6,6	-7,0	-8,6	5,9	14,6	20,4	-2,8	16,4	1,0
2012 II	-4,2	-19,4	-6,3	-0,2	13,5	-3,6	-16,3	10,5	3,2	-5,0	18,3	-2,8
2012 May	1,1	-0,8	-10,7	-6,5	-5,4	-1,5	-3,8	0,4	0,3	1,3	-0,2	-0,8
2012 Jun	1,4	-5,1	-3,2	-1,2	1,1	-1,5	-2,8	3,6	-2,9	-4,6	9,7	-1,5
2012 Jul	-0,7	4,9	8,6	7,9	15,9	-2,7	-4,6	-8,4	-1,4	-4,0	-4,8	0,5
2012 Ago ⁵⁾	3,3	1,1	-10,1	-9,8	-4,8	-5,0	-0,3	6,6	7,4	-1,4	5,7	2,3
Tasas de crecimiento												
2010	7,3	3,6	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,5	-3,6	1,2	1,4	2,0	-2,5	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012 I	-0,3	-2,2	0,3	0,4	-0,4	-3,1	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
2012 II	-5,9	-2,1	-0,6	-0,4	-1,7	-2,7	0,5	0,2	1,1	-1,9	0,8	-0,5
2012 May	-6,4	-3,7	0,0	0,3	0,2	-2,7	0,8	0,3	1,3	-1,9	0,8	0,0
2012 Jun	-5,9	-2,1	-0,6	-0,4	-1,7	-2,7	0,5	0,2	1,1	-1,9	0,8	-0,5
2012 Jul	-8,6	-2,8	-0,4	-0,2	0,1	-2,7	0,1	0,3	1,0	-2,1	0,8	-0,5
2012 Ago ⁵⁾	-11,2	-3,4	-0,8	-0,5	-0,3	-3,3	-0,1	0,2	1,0	-2,4	0,8	-0,4

G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

— Otros intermediarios financieros
 - - - Sociedades no financieras



G6 Préstamos a hogares ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



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) Excluyen las adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

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

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

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

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

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
					Adquisiciones temporales a través de ECC								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.116,4	155,6	579,0	214,7	322,6	4.719,0	1.138,9	859,5	2.720,5
2012 I	86,1	67,5	5,4	13,2	1.145,8	184,8	589,7	222,0	334,2	4.697,7	1.136,8	847,9	2.713,1
II	85,3	67,5	5,4	12,4	1.148,4	177,1	582,5	223,3	342,6	4.697,8	1.161,1	843,9	2.692,7
2012 Jun	85,3	67,5	5,4	12,4	1.148,4	177,1	582,5	223,3	342,6	4.697,8	1.161,1	843,9	2.692,7
Jul	85,2	67,7	5,0	12,4	1.179,4	209,6	613,9	223,1	342,5	4.703,6	1.166,8	841,3	2.695,5
Ago ^(p)	88,7	71,0	5,3	12,5	1.159,3	199,3	588,8	225,0	345,6	4.667,1	1.144,9	833,7	2.688,5
Operaciones													
2011	1,8	2,8	1,0	-2,0	-23,5	12,8	-20,7	-9,0	6,2	56,5	22,1	-22,0	56,4
2012 I	3,0	3,9	-0,9	0,0	32,2	29,1	12,9	7,4	11,9	-8,0	1,3	-7,7	-1,6
II	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-5,4	-9,6	-12,0	-0,4	6,9	0,0	22,8	-5,2	-17,6
2012 Jun	0,5	1,4	-0,1	-0,8	5,1	-3,8	2,1	1,8	1,2	-2,6	7,2	-4,0	-5,8
Jul	-0,2	0,2	-0,4	0,0	28,6	32,5	30,1	-0,7	-0,8	7,8	7,7	-2,2	2,3
Ago ^(p)	3,6	3,2	0,3	0,1	-20,2	-10,3	-25,3	1,6	3,5	-30,0	-19,8	-6,4	-3,8
Tasas de crecimiento													
2011	1,9	3,9	19,6	-13,3	-2,0	8,9	-3,4	-4,3	2,0	1,2	2,0	-2,5	2,1
2012 I	-0,4	1,2	-2,2	-7,6	2,2	34,4	-0,1	4,4	5,1	0,3	-0,4	-3,1	1,6
II	-6,0	-5,4	2,1	-11,6	0,3	14,4	-4,6	6,7	5,2	-0,6	-1,7	-2,7	0,5
2012 Jun	-6,0	-5,4	2,1	-11,6	0,3	14,4	-4,6	6,7	5,2	-0,6	-1,7	-2,7	0,5
Jul	-8,6	-8,2	-6,0	-11,8	1,9	30,3	-0,7	6,1	4,3	-0,4	0,0	-2,7	0,1
Ago ^(p)	-10,9	-11,6	0,0	-11,4	-0,8	12,8	-6,4	6,7	5,1	-0,8	-0,3	-3,3	-0,1

2. Préstamos a hogares ³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total Empresarios individuales	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2011	5.242,8	628,5	140,9	183,8	303,7	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	829,9	419,7	142,8	87,5	599,6
2012 I	5.231,0	617,6	136,1	179,9	301,7	3.787,2	14,0	56,6	3.716,5	826,2	417,4	141,8	85,9	598,5
II	5.256,5	617,2	137,7	179,8	299,6	3.807,9	14,2	56,6	3.737,1	831,4	417,4	144,8	85,4	601,2
2012 Jun	5.256,5	617,2	137,7	179,8	299,6	3.807,9	14,2	56,6	3.737,1	831,4	417,4	144,8	85,4	601,2
Jul	5.246,3	611,5	136,7	179,0	295,8	3.809,4	14,3	57,0	3.738,0	825,4	416,6	139,8	84,2	601,4
Ago ^(p)	5.244,6	608,0	134,7	178,2	295,0	3.810,6	14,4	57,0	3.739,2	826,0	415,0	138,5	83,7	603,9
Operaciones														
2011	81,1	-11,6	-3,7	-6,3	-1,6	85,2	-0,2	2,7	82,7	7,4	8,8	-6,4	-2,5	16,3
2012 I	-6,0	-7,7	-4,5	-2,1	-1,0	4,1	-0,4	0,1	4,3	-2,4	-2,6	-0,7	-1,0	-0,7
II	26,7	0,7	1,1	0,4	-0,7	20,7	0,2	0,1	20,4	5,2	-2,9	4,2	-0,8	1,8
2012 Jun	20,9	0,5	0,2	0,3	0,0	14,8	0,1	-0,2	14,8	5,6	-0,6	5,2	-0,5	0,9
Jul	-7,2	-4,8	-0,5	-0,9	-3,4	3,3	0,1	0,4	2,7	-5,7	-0,4	-4,7	-1,0	0,0
Ago ^(p)	-0,8	-3,2	-1,7	-0,9	-0,6	1,3	0,0	0,0	1,2	1,2	-1,7	-1,4	-0,4	3,0
Tasas de crecimiento														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,3	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 I	0,7	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,3	-2,1	2,4
II	0,2	-1,9	-2,7	-2,4	-1,3	0,8	-0,7	3,3	0,7	-0,5	0,8	-4,7	-3,2	1,0
2012 Jun	0,2	-1,9	-2,7	-2,4	-1,3	0,8	-0,7	3,3	0,7	-0,5	0,8	-4,7	-3,2	1,0
Jul	0,2	-2,1	-1,9	-2,4	-2,1	0,8	-0,7	3,2	0,8	-0,5	1,0	-3,2	-4,3	0,7
Ago ^(p)	0,2	-2,4	-3,7	-2,4	-1,8	0,8	-0,3	2,4	0,8	-0,4	0,6	-4,1	-4,1	1,1

Fuente: BCE.

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

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

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

2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM ^{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)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.217,9	397,5	225,2	549,1	46,1	2.962,9	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.020,8	2.022,5	998,3	62,4	935,9
2011 III	1.145,4	343,5	224,0	553,2	24,7	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
2011 IV	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.020,8	2.022,5	998,3	62,4	935,9
2012 I	1.137,5	322,6	224,0	566,9	24,0	3.004,9	1.997,7	1.007,2	59,4	947,8
2012 II ^(p)	1.169,8	339,7	240,1	565,1	25,1	3.084,7	2.062,3	1.023,7	58,0	965,7
Operaciones										
2010	204,2	156,3	14,9	21,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-2,9
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,3	16,0	-26,1	42,0	13,0	29,1
2011 III	-6,7	-3,4	0,6	-1,6	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	4,9
2011 IV	13,3	4,7	1,2	10,3	-2,9	-150,7	-107,7	-43,1	-1,4	-41,6
2012 I	-21,2	-25,9	-1,7	4,1	2,3	40,2	17,0	23,2	-2,2	25,4
2012 II ^(p)	34,8	19,6	16,1	-1,8	1,2	-13,3	-3,6	-8,6	-3,0	-5,6
Tasas de crecimiento										
2010	20,3	67,1	7,1	4,0	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,7	-1,1	4,4	26,7	3,2
2011 III	6,3	28,9	0,2	1,9	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
2011 IV	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,7	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012 I	-4,2	-10,4	-2,8	1,9	-41,6	0,1	-0,3	0,9	7,1	0,6
2012 II ^(p)	1,8	-1,4	7,2	2,0	-6,6	-1,8	-1,6	-2,2	-8,5	-1,8

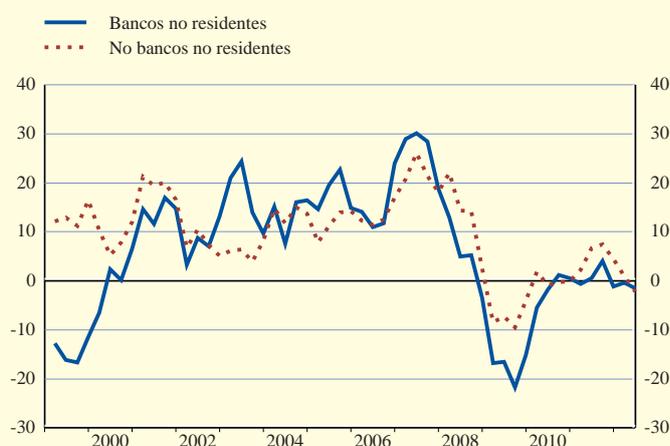
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

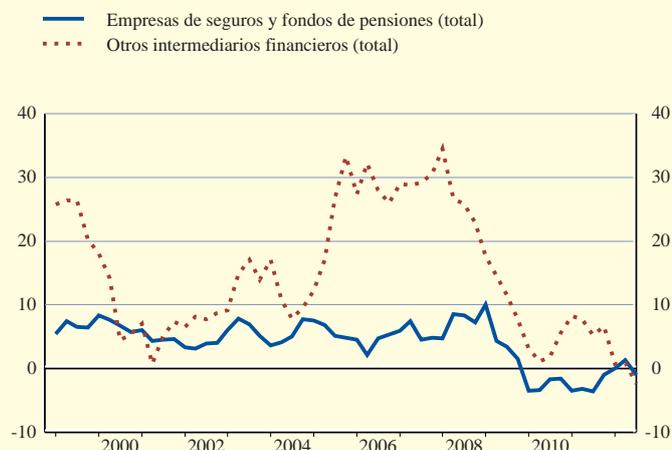
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.185,3	358,5	305,7	1.149,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,7	390,0	284,9	1.190,7	14,7	0,5	339,9	260,0
2012 I	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,2	420,1	265,9	1.149,0	15,5	0,4	360,4	275,9
II	692,6	99,0	78,8	499,5	5,8	0,2	9,3	2.149,2	407,7	253,5	1.086,0	13,6	0,3	388,0	295,8
2012 May	709,3	103,6	86,5	501,7	5,4	0,2	11,9	2.185,3	414,5	264,9	1.112,0	14,3	0,3	379,3	289,6
Jun	692,6	99,0	78,8	499,5	5,8	0,2	9,3	2.149,2	407,7	253,5	1.086,0	13,6	0,3	388,0	295,8
Jul	701,0	106,2	81,4	497,5	6,1	0,2	9,7	2.101,4	419,0	245,2	1.033,7	12,2	0,2	391,1	295,6
Ago ^(p)	694,7	99,6	82,3	496,3	6,2	0,2	10,1	2.072,9	416,0	234,4	1.032,9	12,7	0,3	376,7	287,0
Operaciones															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-23,2	0,2	6,6	1,6	157,9	45,1	-37,6	53,9	-8,0	0,4	104,2	-
2011	0,2	11,7	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	13,9	28,9	-29,1	10,4	3,9	0,1	-0,3	5,5
2012 I	7,9	6,4	6,7	-7,1	0,5	0,0	1,4	-6,4	31,1	-18,1	-40,5	0,8	-0,2	20,6	15,5
II	-18,5	0,8	-7,5	-4,8	1,3	0,0	-8,3	-38,7	-13,2	-13,8	-54,0	-1,7	0,0	44,0	36,4
2012 May	-9,4	-2,1	-1,4	-1,9	0,7	0,0	-4,7	-4,2	7,0	-6,3	-32,9	-0,9	-0,2	28,9	27,8
Jun	-15,9	-4,6	-6,4	-2,1	0,4	0,0	-3,3	-20,0	-4,6	-11,2	-12,5	-0,6	0,0	8,9	6,4
Jul	8,2	7,1	2,5	-2,1	0,3	0,0	0,4	-52,9	10,1	-8,9	-55,4	-1,4	-0,1	2,8	-0,5
Ago ^(p)	-6,0	-6,4	1,0	-1,2	0,2	0,0	0,4	-26,1	-2,0	-12,0	-0,6	0,5	0,1	-12,1	-12,0
Tasas de crecimiento															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-4,2	9,7	-	7,8	8,2	14,4	-11,1	5,0	-48,5	-	41,1	-
2011	0,0	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-13,1	0,7	8,1	-9,3	0,8	36,1	-	-0,2	2,1
2012 I	1,3	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	8,9	0,9	11,8	-13,2	-1,3	31,5	-	8,1	14,6
II	-1,0	16,5	9,5	-4,2	70,3	-	-48,1	-2,5	8,8	-15,9	-5,9	10,1	-	7,3	7,4
2012 May	0,5	20,9	15,5	-4,1	35,0	-	-30,7	-2,6	10,0	-17,4	-4,9	19,7	-	3,4	6,0
Jun	-1,0	16,5	9,5	-4,2	70,3	-	-48,1	-2,5	8,8	-15,9	-5,9	10,1	-	7,3	7,4
Jul	-0,4	27,7	8,1	-4,5	56,0	-	-52,8	-3,7	14,9	-19,8	-9,9	6,5	-	10,5	10,5
Ago ^(p)	-2,6	14,0	1,1	-4,7	61,4	-	-48,5	-7,7	10,9	-24,9	-10,4	9,5	-	-4,6	-5,0

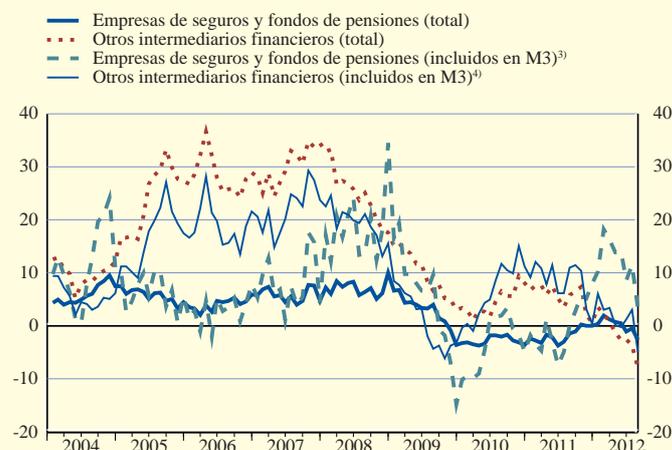
G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011	1.685,9	1.044,1	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2012 I	1.663,6	1.019,5	451,5	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	737,0	1.864,7	105,0	19,9
II	1.678,5	1.057,9	421,8	103,2	80,5	1,7	13,4	6.000,8	2.288,5	975,3	741,4	1.878,0	103,4	14,3
2012 May	1.661,3	1.031,9	430,8	102,3	79,5	1,7	15,2	5.961,7	2.244,3	983,6	740,9	1.872,4	104,3	16,2
Jun	1.678,5	1.057,9	421,8	103,2	80,5	1,7	13,4	6.000,8	2.288,5	975,3	741,4	1.878,0	103,4	14,3
Jul	1.672,3	1.052,7	420,1	104,7	79,9	1,5	13,3	6.000,1	2.280,2	975,9	742,3	1.885,1	102,6	14,1
Ago ⁴⁾	1.689,1	1.080,0	407,8	105,0	81,8	1,6	12,8	6.005,8	2.282,3	973,0	743,6	1.892,5	101,2	13,3
Operaciones														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,6	3,6	-2,7	8,7	-7,3	0,4	-0,2	134,3	7,4	42,6	50,5	43,5	-2,6	-7,0
2012 I	-20,8	-23,1	-2,8	4,3	3,2	0,2	-2,4	52,4	-32,0	47,2	13,6	28,9	-2,6	-2,8
II	9,8	33,7	-30,4	3,2	4,3	-0,4	-0,5	52,2	63,1	-21,3	4,4	13,2	-1,6	-5,6
2012 May	7,5	16,1	-12,7	0,6	2,5	-0,1	1,0	-9,2	-3,3	-10,0	2,0	4,1	-0,7	-1,4
Jun	15,9	24,3	-8,6	1,0	1,0	0,0	-1,7	39,5	44,2	-8,1	0,5	5,6	-0,9	-1,8
Jul	-4,8	-4,9	-2,2	3,2	-0,4	-0,2	-0,2	-1,7	-8,8	0,1	0,9	7,1	-0,8	-0,3
Ago ⁴⁾	19,0	19,3	-2,2	0,4	1,9	0,0	-0,4	6,6	2,5	-2,5	1,2	7,4	-1,4	-0,8
Tasas de crecimiento														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,3	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-3,4	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2012 I	1,0	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-2,2	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,4
II	0,8	3,9	-7,3	10,6	0,0	-18,4	-16,7	2,9	1,2	7,5	5,0	3,4	-5,4	-57,2
2012 May	0,1	2,9	-6,4	10,3	-1,9	-14,5	-27,1	2,7	0,4	8,2	5,9	3,0	-4,7	-52,9
Jun	0,8	3,9	-7,3	10,6	0,0	-18,4	-16,7	2,9	1,2	7,5	5,0	3,4	-5,4	-57,2
Jul	0,8	4,5	-8,6	13,3	0,5	-25,4	-30,0	2,4	0,6	6,4	4,6	3,6	-6,3	-60,1
Ago ⁴⁾	1,9	7,2	-10,3	14,1	1,8	-12,6	-35,2	2,9	1,9	5,6	5,2	3,7	-7,5	-62,1

G11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

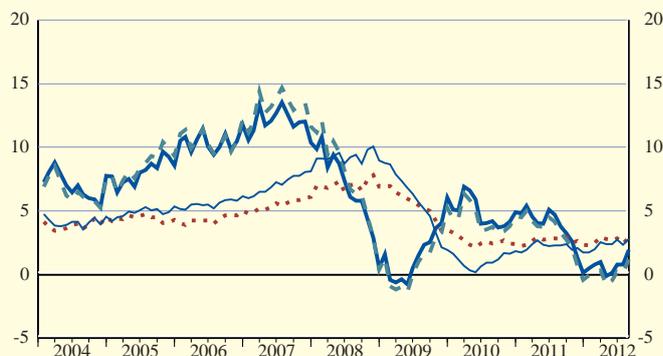
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

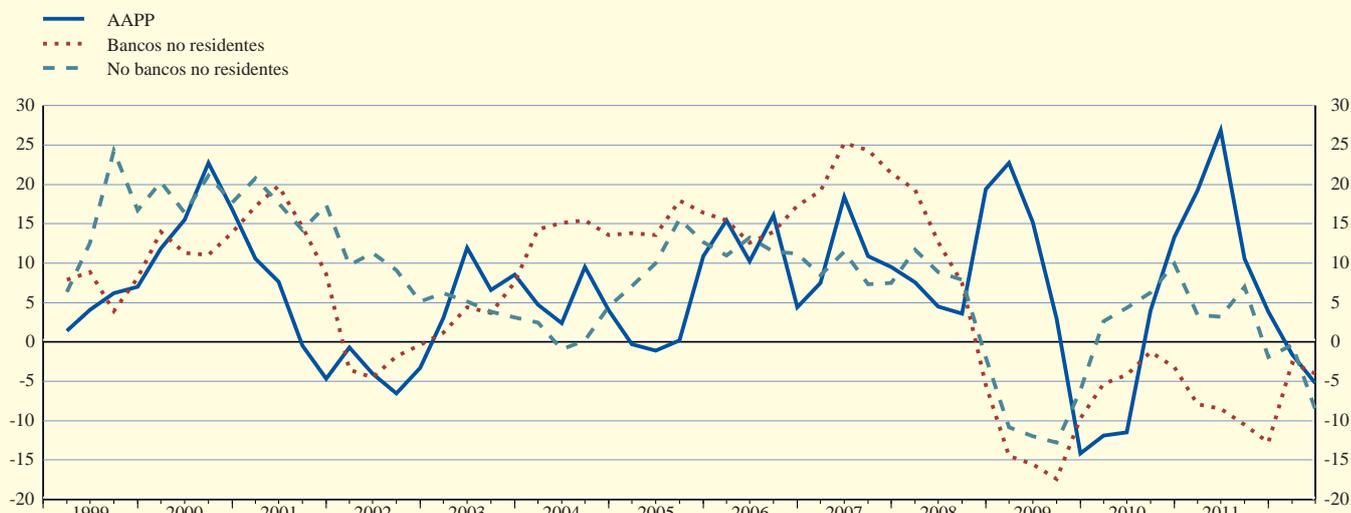
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	426,7	196,2	47,7	108,7	74,1	3.484,4	2.487,5	996,9	45,9	950,9
2011	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2011 III	464,2	211,4	54,3	110,5	88,0	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
2011 IV	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2012 I	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.312,0	2.331,9	980,1	54,7	925,4
2012 II ^(p)	508,2	191,9	98,4	112,2	105,4	3.239,7	2.293,2	945,9	39,6	906,3
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,7	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-334,0	-313,5	-20,5	-2,1	-18,4
2011 III	-56,7	-55,1	-1,0	-1,2	0,4	0,9	-45,0	45,9	1,4	44,5
2011 IV	-22,5	-15,9	-5,9	2,1	-2,7	-234,1	-151,5	-82,6	-6,2	-76,4
2012 I	25,9	-2,9	16,5	1,3	10,9	190,6	180,2	10,4	10,9	-0,6
2012 II ^(p)	26,0	1,8	18,8	-1,3	6,6	-135,8	-75,9	-60,4	-15,9	-44,6
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-12,8	-2,0	-4,3	-1,9
2011 III	10,6	21,6	-7,8	-1,9	17,3	-5,6	-10,5	7,0	3,3	7,2
2011 IV	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-12,8	-2,0	-4,3	-1,9
2012 I	-1,6	-18,3	23,5	5,6	21,2	-1,9	-2,6	-0,4	29,6	-1,7
2012 II ^(p)	-5,3	-27,0	51,4	0,8	17,4	-5,3	-4,1	-8,6	-20,3	-8,0

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.

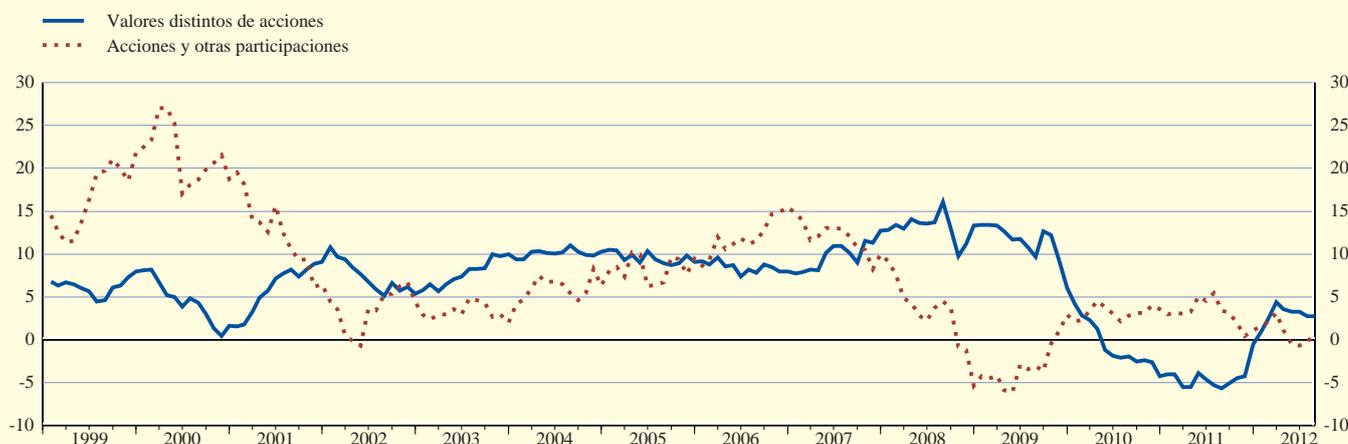
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(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	6.001,0	1.779,0	107,4	1.507,8	16,4	1.510,0	28,3	1.052,1	1.535,8	445,1	788,0	302,7
2011	5.697,7	1.763,9	87,8	1.373,0	22,9	1.489,4	28,3	932,5	1.507,2	485,4	726,4	295,4
2012 I	5.919,6	1.821,1	98,0	1.496,1	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.527,3	490,1	742,2	295,0
II	5.826,4	1.766,6	98,5	1.554,6	33,9	1.428,0	25,5	919,1	1.489,3	486,3	717,7	285,4
2012 May	5.900,1	1.786,6	102,1	1.512,5	34,7	1.485,4	24,7	954,1	1.516,5	488,0	737,4	291,1
Jun	5.826,4	1.766,6	98,5	1.554,6	33,9	1.428,0	25,5	919,1	1.489,3	486,3	717,7	285,4
Jul	5.789,6	1.790,7	100,8	1.538,5	36,3	1.380,8	25,6	917,0	1.498,9	488,1	721,8	289,0
Ago ^(p)	5.785,3	1.807,3	107,1	1.542,6	32,6	1.364,9	25,2	905,7	1.502,4	487,4	723,7	291,3
Operaciones												
2010	-268,6	-166,5	-6,8	42,8	-2,0	11,6	-14,8	-132,9	54,2	28,0	5,2	20,9
2011	-32,7	44,4	7,8	-5,2	5,5	-24,7	-0,1	-60,5	16,5	60,0	-31,8	-11,7
2012 I	253,2	60,0	13,0	135,4	10,7	5,6	-1,8	30,3	31,4	12,4	19,2	-0,2
II	-95,8	-50,8	-3,7	46,0	-0,2	-41,7	-0,5	-44,9	-19,4	0,6	-12,1	-7,9
2012 May	10,3	-11,3	-0,4	27,1	-0,5	-0,5	-0,2	-3,8	-9,1	1,7	-10,0	-0,8
Jun	-51,6	-15,7	-2,4	16,9	-0,2	-37,0	1,1	-14,1	-30,6	-1,7	-22,8	-6,1
Jul	-66,4	22,1	-0,1	-19,4	1,5	-54,0	-0,5	-15,9	10,1	1,6	5,4	3,0
Ago ^(p)	-7,2	12,2	7,3	-5,8	-2,9	-15,7	0,1	-2,5	1,8	-1,0	0,1	2,6
Tasas de crecimiento												
2010	-4,3	-8,5	-5,4	2,9	-11,1	0,8	-35,4	-11,2	3,6	6,4	0,6	7,5
2011	-0,6	2,6	7,7	-0,4	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,7	-4,2	-3,8
2012 I	4,4	7,6	22,9	8,8	56,4	1,1	-14,3	-4,4	3,1	16,4	-2,5	-1,8
II	3,3	6,8	12,0	8,6	47,6	-0,5	-4,7	-6,4	-0,7	7,5	-3,4	-6,3
2012 May	3,3	6,3	5,5	9,7	60,4	0,5	-10,2	-7,6	-0,5	8,9	-3,9	-6,2
Jun	3,3	6,8	12,0	8,6	47,6	-0,5	-4,7	-6,4	-0,7	7,5	-3,4	-6,3
Jul	2,7	8,9	12,5	8,3	59,4	-4,6	-4,3	-6,8	-0,3	6,4	-2,4	-5,6
Ago ^(p)	2,8	7,4	25,4	9,4	25,3	-5,2	-13,7	-5,0	0,9	5,8	-1,2	-1,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Préstamos														
<i>A residentes en la zona euro</i>														
2010	5.517,3	-	-	-	-	-	12.244,0	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011	6.160,7	-	-	-	-	-	12.321,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012 I	6.330,9	-	-	-	-	-	12.298,2	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
II ^(p)	6.312,7	-	-	-	-	-	12.357,8	96,2	3,8	1,9	0,3	1,0	0,4	
<i>A no residentes en la zona euro</i>														
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011	2.022,5	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012 I	1.997,7	47,8	52,2	32,9	2,5	2,6	8,4	1.007,2	39,0	61,0	41,0	2,4	3,1	7,6
II ^(p)	2.062,3	46,4	53,6	33,0	2,2	2,9	9,6	1.023,7	38,8	61,2	39,9	2,4	3,0	9,2
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2010	1.886,4	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.062,5	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
2011	1.851,7	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,5	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012 I	1.919,1	94,9	5,1	2,6	0,1	0,3	1,8	3.045,4	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,4
II ^(p)	1.865,2	94,7	5,3	2,6	0,1	0,4	1,8	3.042,1	98,0	2,0	1,2	0,1	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,2	33,3	66,7	40,4	3,9	0,9	13,6
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2012 I	489,7	55,4	44,6	19,8	0,3	0,3	20,2	465,3	33,5	66,5	36,2	4,5	0,9	13,6
II ^(p)	455,3	56,5	43,5	19,0	0,3	0,3	18,7	463,9	34,1	65,9	38,8	5,9	0,8	12,5
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2010	5.774,7	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.738,7	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011	6.370,7	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.946,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 I	6.516,4	93,5	6,5	3,9	0,2	1,2	0,6	10.997,9	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
II ^(p)	6.622,3	93,6	6,4	3,9	0,2	1,1	0,7	11.029,3	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2010	2.487,5	52,0	48,0	31,8	2,2	1,8	8,7	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012 I	2.331,9	60,4	39,6	25,4	1,8	1,6	6,9	980,1	55,3	44,7	29,8	2,0	1,3	5,2
II ^(p)	2.293,2	60,9	39,1	25,5	1,8	1,2	6,7	945,9	54,6	45,4	29,8	1,9	1,2	5,9

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2010	5.083,2	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6
2012 I	5.295,7	82,5	17,5	9,3	1,5	2,0	2,4
II ^(p)	5.225,4	81,8	18,2	9,5	1,7	2,0	2,5

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.
- 4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2012 Ene	6.486,9	436,1	2.581,8	1.823,6	865,9	240,0	539,5
Feb	6.645,5	445,6	2.636,0	1.882,7	885,3	240,2	555,6
Mar	6.679,8	442,3	2.674,2	1.886,9	889,2	241,2	546,0
Abr	6.679,3	447,8	2.694,2	1.860,7	886,8	242,1	547,6
May	6.674,6	474,5	2.732,3	1.774,4	879,4	242,7	571,3
Jun	6.729,6	490,8	2.732,2	1.815,5	876,5	242,8	571,9
Jul ^(p)	6.960,8	494,5	2.820,8	1.882,5	912,9	244,4	605,6
Operaciones							
2011 IV	-179,8	-34,5	-1,0	-24,4	-11,1	1,7	-110,6
2012 I	151,1	17,0	73,0	4,6	11,5	4,4	40,6
II	40,3	22,2	29,6	-11,0	-5,9	1,8	3,7

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro			
				Fondos de inversión	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2012 Ene	6.486,9	124,9	5.880,3	4.424,5	650,9	1.455,8	481,8
Feb	6.645,5	134,1	6.016,6	4.533,6	677,2	1.482,9	494,8
Mar	6.679,8	127,3	6.066,5	4.562,0	684,1	1.504,5	486,0
Abr	6.679,3	129,6	6.062,6	4.544,4	678,2	1.518,1	487,2
May	6.674,6	137,6	6.021,5	4.470,6	665,7	1.550,9	515,5
Jun	6.729,6	142,1	6.065,1	4.492,9	663,3	1.572,2	522,4
Jul ^(p)	6.960,8	143,4	6.266,6	4.623,2	698,3	1.643,4	550,8
Operaciones							
2011 IV	-179,8	-13,7	-37,2	-60,7	-2,9	23,4	-128,9
2012 I	151,1	9,4	94,8	60,6	30,9	34,2	46,8
II	40,3	15,7	33,9	-0,6	-10,1	34,7	-9,3

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

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
Saldos vivos										
2011 Dic	5.665,8	1.924,9	1.500,1	1.429,0	298,5	128,6	384,6	5.580,7	85,1	991,9
2012 Ene	5.880,3	2.019,4	1.582,8	1.455,9	302,9	128,6	390,6	5.791,6	88,6	949,8
Feb	6.016,6	2.056,8	1.637,5	1.488,4	304,7	128,3	400,8	5.930,9	85,7	935,4
Mar	6.066,5	2.087,5	1.640,5	1.498,9	307,5	132,4	399,7	5.980,6	85,9	956,8
Abr	6.062,6	2.108,8	1.616,3	1.496,0	309,6	133,8	398,0	5.976,3	86,3	972,3
May	6.021,5	2.157,9	1.539,9	1.480,3	311,2	136,3	396,0	5.935,0	86,5	999,9
Jun	6.065,1	2.172,5	1.568,8	1.478,5	311,3	136,2	397,7	5.984,3	80,9	969,5
Jul ^(p)	6.266,6	2.251,0	1.627,4	1.529,3	314,5	138,8	405,5	6.185,3	81,3	964,5
Operaciones										
2012 Ene	20,6	15,7	4,2	-1,2	3,1	-0,3	-0,8	16,1	4,5	6,1
Feb	32,7	13,4	2,2	12,2	0,9	-0,8	4,9	35,0	-2,3	2,8
Mar	41,6	29,3	5,7	5,0	1,7	0,9	-1,0	40,8	0,7	18,5
Abr	8,3	14,2	-8,8	0,6	1,3	0,4	0,5	8,5	-0,2	9,3
May	15,3	24,5	-5,3	-4,0	0,1	-1,0	1,1	15,5	-0,2	12,0
Jun	10,3	15,2	-0,6	-5,1	1,1	0,0	-0,4	14,6	-4,3	-25,7
Jul ^(p)	33,3	25,1	-4,9	15,0	-0,5	-0,5	-0,9	33,2	0,1	-14,9

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2011 III	2.380,3	1.413,4	380,6	680,9	184,0	4,8	163,0	967,0	252,1	368,3	19,0
IV	2.505,2	1.424,4	390,5	675,2	186,2	4,5	167,8	1.080,8	271,3	436,0	20,5
2012 I	2.674,2	1.502,9	424,6	678,9	209,0	5,7	184,5	1.171,3	313,1	453,4	15,5
II ^(p)	2.732,2	1.507,6	415,4	694,2	207,9	5,1	184,9	1.224,6	315,2	469,5	18,0
Operaciones											
2011 IV	-1,0	1,3	3,1	-5,4	-0,9	-0,3	4,7	-0,9	-2,5	1,7	-0,2
2012 I	73,0	13,7	10,4	-21,1	14,8	0,5	9,1	59,2	20,5	15,6	-4,3
II ^(p)	29,6	9,3	-9,1	15,9	0,3	-0,5	2,7	20,3	-5,9	-11,3	1,1

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	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2011 III	1.636,1	620,9	53,8	-	37,7	20,4	508,9	1.015,2	141,5	322,8	71,9
IV	1.734,6	636,3	47,6	-	39,0	21,4	528,3	1.098,2	154,5	358,1	71,8
2012 I	1.886,9	689,1	56,4	-	41,7	24,1	566,7	1.197,8	162,5	389,7	75,3
II ^(p)	1.815,5	637,7	45,4	-	38,7	21,9	531,7	1.177,7	162,8	392,1	78,3
Operaciones											
2011 IV	-24,4	-8,7	-1,7	-	-1,9	0,4	-5,6	-15,6	-1,0	-6,6	1,1
2012 I	4,6	-3,8	4,1	-	0,8	-1,2	-7,7	8,4	-2,3	-0,1	-1,6
II ^(p)	-11,0	-8,5	-3,0	-	-0,7	-0,2	-4,6	-2,1	1,6	-0,7	3,7

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

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2011 III	830,0	694,5	94,4	-	600,1	-	-	135,5	20,2	43,2	0,6
IV	839,4	708,0	94,7	-	613,4	-	-	131,4	20,9	40,5	0,6
2012 I	889,2	753,1	69,0	-	684,1	-	-	136,1	25,2	41,2	0,6
II ^(p)	876,5	741,1	77,8	-	663,3	-	-	135,4	25,0	42,7	0,6
Operaciones											
2011 IV	-11,1	-2,9	0,0	-	-2,9	-	-	-8,2	-0,8	-9,0	0,0
2012 I	11,5	11,5	-19,4	-	30,9	-	-	0,0	2,2	-0,6	-0,1
II ^(p)	-5,9	-2,8	7,3	-	-10,1	-	-	-3,2	-0,1	0,4	0,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM		Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras		Administraciones Públicas				
				No dados de baja en el balance de las IFM ¹⁾									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2011 II	2.216,1	340,0	1.461,2	1.167,2	585,5	144,1	20,4	5,2	124,4	232,6	88,6	35,7	58,0
III	2.204,5	324,8	1.464,5	1.154,9	590,5	144,9	21,6	5,1	138,0	228,5	86,9	37,8	62,0
IV	2.276,9	327,4	1.531,6	1.219,2	583,1	149,8	21,9	4,8	135,9	226,9	90,1	36,8	64,1
2012 I	2.224,1	320,7	1.500,9	1.198,3	553,7	144,3	21,7	4,8	131,9	214,4	87,0	35,6	65,4
II	2.146,4	305,6	1.454,0	1.148,0	515,2	148,9	21,2	4,4	131,6	213,1	83,2	30,2	60,2
Operaciones													
2011 II	-43,7	-11,1	-25,7	-20,9	-	1,5	-0,7	-0,3	-5,2	-7,9	0,0	0,0	1,1
III	-32,5	-15,9	0,2	10,9	-	-2,1	0,0	0,0	-8,5	-5,5	-2,1	-1,1	-8,1
IV	67,5	2,7	63,6	63,1	-	4,2	0,3	-0,4	-3,6	-1,3	2,3	-1,0	1,1
2012 I	-54,1	-6,4	-28,8	-19,5	-	-5,4	-0,1	0,0	-3,8	-12,9	-1,9	-0,9	-3,2
II	-82,8	-14,8	-48,2	-50,5	-	5,1	-0,7	-0,4	-1,8	-2,0	-2,8	-5,3	-9,7

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores distintos de acciones emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
1	2	3	4	5	6	7	
Saldos vivos							
2011 II	2.216,1	135,9	1.840,1	66,4	1.773,7	35,2	204,9
III	2.204,5	134,8	1.819,2	64,5	1.754,7	34,8	215,7
IV	2.276,9	152,4	1.879,6	67,3	1.812,3	33,6	211,3
2012 I	2.224,1	152,6	1.821,9	60,3	1.761,6	32,7	216,8
II	2.146,4	146,9	1.752,3	58,1	1.694,1	27,6	219,7
Operaciones							
2011 II	-43,7	1,4	-47,7	-7,5	-40,2	-0,8	3,4
III	-32,5	-2,2	-25,5	-3,0	-22,6	-2,4	-2,3
IV	67,5	17,4	61,7	2,8	58,9	-1,5	-10,1
2012 I	-54,1	1,1	-56,3	-8,2	-48,1	-0,9	1,9
II	-82,8	-5,4	-72,4	-1,9	-70,5	-5,3	0,3

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

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro							Valores distintos de acciones					
	Total	Sector prestatario de la zona del euro ²⁾					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro			No residentes en la zona del euro	
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
													Sociedades instrumentales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2011 II	1.167,2	820,4	254,9	19,3	0,4	9,8	42,3	232,6	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
III	1.154,9	836,8	234,5	18,4	0,3	9,5	36,5	228,5	121,7	42,2	79,5	33,0	106,8
IV	1.219,2	902,6	242,9	17,6	0,2	6,6	32,5	226,9	119,7	41,0	78,7	32,5	107,2
2012 I	1.198,3	891,5	234,5	17,6	0,2	6,4	32,4	214,4	114,2	40,3	73,9	31,8	100,2
II	1.148,0	844,4	233,9	18,1	0,2	6,3	31,5	213,1	113,9	41,5	72,4	30,5	99,2
Operaciones													
2011 II	-20,9	-21,3	0,8	0,8	0,2	2,6	-1,8	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
III	10,9	11,8	-0,2	-0,7	0,0	-0,2	1,4	-5,5	-3,1	-0,1	-3,0	-1,3	-2,3
IV	63,1	65,9	7,5	-0,7	-0,1	-3,0	-4,4	-1,3	-1,7	-1,6	-0,2	-0,2	0,4
2012 I	-19,5	-11,2	-7,2	0,1	0,0	-0,2	0,2	-12,9	-5,5	-0,7	-4,8	-0,6	-7,4
II	-50,5	-48,7	-0,5	0,5	0,0	-0,1	0,5	-2,0	-0,5	0,7	-1,1	-1,4	-1,6

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009 III	6.506,0	782,0	431,7	2.425,8	790,2	1.364,9	94,0	246,9	221,7	148,9
IV	6.638,4	785,8	431,5	2.468,5	805,0	1.446,1	92,6	251,5	209,2	148,0
2010 I	6.866,2	782,4	437,7	2.592,1	810,5	1.521,5	91,6	259,7	227,3	143,4
II	6.884,4	783,6	441,2	2.621,9	787,6	1.508,5	88,2	265,2	242,9	145,2
III	7.057,6	782,1	449,6	2.710,8	803,9	1.548,7	84,5	267,1	265,9	145,1
IV	6.991,5	770,7	453,7	2.650,1	831,5	1.580,9	72,0	267,2	218,2	147,0
2011 I	7.083,5	771,6	454,4	2.705,3	841,2	1.594,0	72,5	274,5	220,8	149,2
II	7.097,0	774,6	461,7	2.716,6	839,8	1.594,5	78,2	265,5	218,1	148,0
III	7.098,8	791,5	458,3	2.745,8	792,2	1.543,0	89,6	265,1	265,5	147,8
IV	7.087,7	784,5	466,7	2.692,9	801,3	1.570,9	94,4	260,6	266,7	149,7
2012 I	7.344,4	794,1	467,1	2.807,2	811,9	1.679,2	97,2	264,4	272,1	151,1
II	7.399,4	780,9	467,9	2.847,2	804,2	1.680,0	102,0	268,0	296,4	152,8

2. Tenencias de valores distintos de acciones

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro					Emitidos por no residentes en la zona del euro	
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009 III	2.425,8	2.022,0	550,0	1.091,5	228,2	15,2	137,2	403,8
IV	2.468,5	2.059,6	542,4	1.122,0	239,0	16,7	139,4	408,9
2010 I	2.592,1	2.170,7	575,7	1.198,5	233,7	15,8	146,9	421,4
II	2.621,9	2.196,4	579,4	1.207,5	242,7	15,9	150,9	425,5
III	2.710,8	2.278,3	593,4	1.261,1	251,8	18,4	153,5	432,5
IV	2.650,1	2.221,7	588,9	1.229,8	230,3	17,1	155,6	428,4
2011 I	2.705,3	2.282,5	610,4	1.267,4	233,9	16,9	154,0	422,7
II	2.716,6	2.293,0	614,9	1.270,3	233,7	16,5	157,6	423,6
III	2.745,8	2.313,6	626,8	1.282,2	226,6	16,6	161,4	432,2
IV	2.692,9	2.258,7	621,5	1.231,8	223,7	16,2	165,5	434,2
2012 I	2.807,2	2.346,6	645,6	1.271,4	233,4	16,7	179,4	460,6
II	2.847,2	2.365,1	643,7	1.269,0	233,1	16,6	202,8	482,1

3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones	Reservas para primas y siniestros		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2009 III	6.338,8	250,8	36,1	442,1	5.413,9	2.967,4	1.646,3	800,2	195,9	167,2
IV	6.439,9	233,1	39,4	438,8	5.530,8	3.034,2	1.695,1	801,4	197,8	198,5
2010 I	6.633,8	249,8	39,5	456,8	5.697,5	3.121,6	1.751,3	824,6	190,2	232,5
II	6.711,7	252,0	40,8	428,6	5.796,3	3.150,7	1.820,6	825,0	193,9	172,7
III	6.869,2	276,8	39,7	437,5	5.934,9	3.214,4	1.900,3	820,2	180,3	188,4
IV	6.823,3	252,4	42,5	445,1	5.914,9	3.252,4	1.843,2	819,3	168,4	168,2
2011 I	6.880,6	264,8	40,5	462,2	5.937,8	3.282,4	1.820,2	835,2	175,2	202,8
II	6.902,5	265,0	43,5	451,2	5.967,0	3.299,4	1.839,2	828,4	175,8	194,5
III	7.013,6	272,6	42,5	406,4	6.102,8	3.283,7	1.991,6	827,4	189,4	85,2
IV	7.023,5	265,7	42,2	406,6	6.123,9	3.287,5	2.013,4	823,0	185,1	64,2
2012 I	7.186,5	274,4	44,5	437,9	6.241,3	3.334,8	2.061,4	845,1	188,4	157,9
II	7.254,4	282,4	43,7	423,5	6.300,7	3.364,5	2.088,8	847,4	204,1	145,1

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2012 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						595
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-17
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.104	115	693	56	240	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	16	4	5	3	4	
Consumo de capital fijo	367	97	209	11	50	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	580	273	266	40	2	
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	692	38	269	312	73	115
Intereses	395	36	68	218	73	53
Otras rentas de la propiedad	297	2	201	93	0	61
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.951	1.591	103	48	209	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	253	212	32	8	0	1
Cotizaciones sociales	426	426				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	458	1	18	35	405	1
Otras transferencias corrientes	203	69	25	48	62	8
Primas netas de seguros no vida	46	33	11	1	1	2
Indemnizaciones de seguros no vida	46			46		1
Otras	112	36	14	1	61	6
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.913	1.428	59	55	371	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.846	1.359			487	
Gasto en consumo individual	1.666	1.359			307	
Gasto en consumo colectivo	180				180	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	0	0	15	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	67	83	59	40	-116	15
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	448	138	254	12	45	
Formación bruta de capital fijo	433	135	242	11	45	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	15	3	13	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	-1	4	0	-2	-1
Transferencias de capital	26	6	-1	2	19	4
Impuestos sobre el capital	5	5	0	0	0	0
Otras transferencias de capital	20	1	-1	2	19	4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-13	48	22	39	-122	13
Discrepancia estadística	0	10	-10	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
2012 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						577
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.067	489	1.172	110	295	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	245					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.312					
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	580	273	266	40	2	
Remuneración de los asalariados	1.108	1.108				2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	259				259	2
Rentas de la propiedad	696	248	106	320	21	110
Intereses	383	63	42	270	8	65
Otras rentas de la propiedad	313	185	65	50	13	45
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.951	1.591	103	48	209	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	254				254	0
Cotizaciones sociales	425	1	18	50	356	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	457	457				2
Otras transferencias corrientes	166	87	14	47	19	45
Primas netas de seguros no vida	46			46		2
Indemnizaciones de seguros no vida	45	35	8	1	0	2
Otras	75	51	5	0	18	42
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.913	1.428	59	55	371	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	15				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	67	83	59	40	-116	15
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	367	97	209	11	50	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	28	10	12	1	5	2
Impuestos sobre el capital	5				5	0
Otras transferencias de capital	23	10	12	1	0	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.870	16.600	34.231	15.272	6.726	3.809	17.242
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				476				
Efectivo y depósitos		6.810	2.010	11.079	2.365	803	715	3.575
Valores distintos de acciones a corto plazo		60	89	562	401	67	37	640
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.349	272	6.055	2.435	2.620	442	4.026
Préstamos		83	3.182	13.379	3.799	472	539	2.000
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		64	1.818	10.510	2.685	349	476	.
Acciones y otras participaciones		4.046	7.242	1.754	6.048	2.404	1.338	6.292
Acciones cotizadas		663	1.270	304	1.911	515	206	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.131	5.594	1.169	3.161	289	974	.
Participaciones en fondos de inversión		1.252	379	281	976	1.601	157	.
Reservas técnicas de seguro		5.906	164	3	0	227	4	249
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		616	3.640	922	224	132	734	461
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		91	102	1.105	266	131	117	304
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		39	-13	724	-8	16	76	117
Valores distintos de acciones a corto plazo		2	10	28	33	-5	-7	27
Valores distintos de acciones a largo plazo		-22	7	231	40	56	-8	-5
Préstamos		0	45	23	97	2	33	25
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	6	-16	15	2	35	.
Acciones y otras participaciones		9	55	42	79	54	2	120
Acciones cotizadas		-10	23	25	12	-1	-2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		19	31	3	50	-1	2	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		0	1	14	17	55	2	.
Reservas técnicas de seguro		36	5	0	0	2	0	5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		28	-7	56	25	5	21	14
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		199	356	-17	294	162	20	70
Oro monetario y DEG				8				
Efectivo y depósitos		-2	-3	-24	-5	-2	0	-35
Valores distintos de acciones a corto plazo		-1	-1	-5	0	2	0	-3
Valores distintos de acciones a largo plazo		28	26	21	112	68	-3	4
Préstamos		0	-8	-37	-36	2	0	-24
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	-11	-64	-28	1	-5	.
Acciones y otras participaciones		123	343	27	219	91	20	130
Acciones cotizadas		59	100	5	151	18	8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	240	15	37	7	7	.
Participaciones en fondos de inversión		57	4	7	31	66	5	.
Reservas técnicas de seguro		63	0	0	0	2	0	2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-11	-2	-9	4	-1	3	-4
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		19.161	17.058	35.318	15.832	7.020	3.946	17.615
Oro monetario y DEG				484				
Efectivo y depósitos		6.846	1.995	11.779	2.352	818	791	3.657
Valores distintos de acciones a corto plazo		61	98	586	435	65	30	663
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.355	305	6.307	2.587	2.744	431	4.025
Préstamos		83	3.220	13.365	3.859	476	572	2.001
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		63	1.813	10.430	2.672	352	506	.
Acciones y otras participaciones		4.178	7.641	1.824	6.346	2.549	1.360	6.542
Acciones cotizadas		712	1.393	335	2.073	532	213	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.157	5.865	1.187	3.248	295	983	.
Participaciones en fondos de inversión		1.309	383	303	1.024	1.722	164	.
Reservas técnicas de seguro		6.004	169	3	0	232	4	255
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		633	3.631	969	253	137	758	470
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.736	25.595	33.348	14.966	6.933	9.308	15.387
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29	24.312	33	0	274	2.708
Valores distintos de acciones a corto plazo			84	710	72	1	714	276
Valores distintos de acciones a largo plazo			839	4.554	2.873	33	5.968	2.934
Préstamos		6.204	8.572	3.411	290	1.804	3.175	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.847	6.104	1.875	116	1.491	.	
Acciones y otras participaciones		7	12.101	2.453	8.409	380	6	5.768
Acciones cotizadas			3.300	333	192	97	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.801	1.129	2.736	281	6	.
Participaciones en fondos de inversión				992	5.481			.
Reservas técnicas de seguro		35	337	66	1	6.113	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		490	3.633	1.254	168	117	541	527
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.378	12.134	-8.995	883	306	-207	-5.499	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		34	90	1.099	262	103	239	290
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			1	937	-2	0	-16	31
Valores distintos de acciones a corto plazo			4	15	13	0	22	34
Valores distintos de acciones a largo plazo			32	65	-5	0	126	80
Préstamos		-7	27		73	9	79	43
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	8		-6	0	85	.
Acciones y otras participaciones		0	76	45	162	1	0	78
Acciones cotizadas			3	12	0	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	74	6	67	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				27	95			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	-1	0	49	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		41	-52	37	21	44	28	24
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-13	58	12	6	4	29	-122	13
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		0	431	97	288	77	139	43
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-22	0	0	0	-47
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	-4	-3	0	1	-1
Valores distintos de acciones a largo plazo			16	102	-12	0	128	21
Préstamos		-3	-31		-21	0	0	-49
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-2	-19		-14	1	0	.
Acciones y otras participaciones		0	451	17	321	31	0	134
Acciones cotizadas			268	25	25	16	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	183	54	-9	16	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-63	305			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	67	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		3	-5	3	4	-22	9	-15
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-18	199	-75	-114	5	86	-118	26
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.770	26.116	34.544	15.516	7.113	9.685	15.721
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			31	25.227	31	0	257	2.692
Valores distintos de acciones a corto plazo			88	721	81	1	738	309
Valores distintos de acciones a largo plazo			887	4.722	2.855	34	6.222	3.036
Préstamos		6.194	8.568	3.463	299	1.883	3.169	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.845	6.092	1.855	117	1.576	.	
Acciones y otras participaciones		7	12.628	2.515	8.892	412	6	5.979
Acciones cotizadas			3.570	370	216	113	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.058	1.188	2.794	297	6	.
Participaciones en fondos de inversión				957	5.882			.
Reservas técnicas de seguro		36	337	65	1	6.229	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		533	3.577	1.294	193	140	578	535
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.409	12.391	-9.058	774	316	-93	-5.739	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2008	2009	2010	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.462	4.444	4.494	4.521	4.552	4.581	4.606	4.623
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	94	85	83	85	88	93	96	98
Consumo de capital fijo	1.361	1.386	1.418	1.429	1.438	1.447	1.454	1.460
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.364	2.105	2.210	2.238	2.259	2.270	2.269	2.273
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	3.946	2.973	2.801	2.845	2.911	2.968	2.986	3.021
Intereses	2.383	1.606	1.394	1.423	1.466	1.512	1.553	1.574
Otras rentas de la propiedad	1.563	1.367	1.407	1.422	1.446	1.456	1.433	1.447
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.805	7.527	7.745	7.813	7.870	7.923	7.960	7.993
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.145	1.029	1.055	1.073	1.084	1.102	1.111	1.122
Cotizaciones sociales	1.672	1.676	1.700	1.710	1.722	1.736	1.751	1.757
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.656	1.773	1.818	1.824	1.830	1.837	1.847	1.857
Otras transferencias corrientes	771	775	778	778	781	781	780	783
Primas netas de seguros no vida	187	181	182	181	181	181	181	181
Derechos de seguros no vida	188	182	183	182	182	182	181	182
Otras	395	412	413	415	418	418	418	421
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.704	7.419	7.633	7.700	7.760	7.814	7.849	7.881
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	7.140	7.146	7.309	7.357	7.403	7.441	7.466	7.497
Gasto en consumo individual	6.403	6.375	6.536	6.584	6.630	6.668	6.693	6.723
Gasto en consumo colectivo	737	771	773	773	773	772	772	774
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	70	62	55	55	56	57	57	58
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	564	273	324	344	357	374	383	384
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.075	1.710	1.786	1.832	1.857	1.875	1.874	1.850
Formación bruta de capital fijo	2.010	1.755	1.769	1.796	1.811	1.825	1.834	1.832
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	64	-45	16	36	45	51	39	18
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	1	1	1	1	1	0	1
Transferencias de capital	152	184	224	212	204	169	165	160
Impuestos sobre el capital	24	34	25	26	26	27	31	29
Otras transferencias de capital	128	150	199	186	178	142	134	131
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-141	-43	-34	-50	-53	-46	-25	4

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	2008	2009	2010	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.280	8.021	8.206	8.272	8.338	8.390	8.426	8.454
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	946	894	941	958	962	969	974	976
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	9.226	8.915	9.147	9.230	9.300	9.360	9.400	9.430
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	2.364	2.105	2.210	2.238	2.259	2.270	2.269	2.273
Remuneración de los asalariados	4.469	4.454	4.506	4.533	4.565	4.594	4.619	4.635
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.047	997	1.038	1.056	1.063	1.075	1.081	1.085
Rentas de la propiedad	3.872	2.944	2.792	2.831	2.895	2.953	2.978	3.020
Intereses	2.327	1.561	1.347	1.375	1.416	1.460	1.500	1.522
Otras rentas de la propiedad	1.544	1.383	1.445	1.456	1.479	1.492	1.477	1.498
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.805	7.527	7.745	7.813	7.870	7.923	7.960	7.993
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.154	1.034	1.060	1.079	1.091	1.108	1.117	1.128
Cotizaciones sociales	1.670	1.674	1.698	1.709	1.720	1.734	1.749	1.756
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.648	1.767	1.812	1.817	1.823	1.831	1.840	1.850
Otras transferencias corrientes	671	669	669	669	672	674	672	674
Primas netas de seguros no vida	188	182	183	182	182	182	181	182
Derechos de seguros no vida	184	178	179	178	178	178	177	178
Otras	299	308	307	308	313	314	314	314
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.704	7.419	7.633	7.700	7.760	7.814	7.849	7.881
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	70	62	55	55	56	57	57	58
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	564	273	324	344	357	374	383	384
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.361	1.386	1.418	1.429	1.438	1.447	1.454	1.460
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	161	193	235	223	214	179	176	171
Impuestos sobre el capital	24	34	25	26	26	27	31	29
Otras transferencias de capital	137	159	210	196	188	152	146	142
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.3 Hogares

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

	2008	2009	2010	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.469	4.454	4.506	4.533	4.565	4.594	4.619	4.635
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.522	1.444	1.450	1.462	1.476	1.484	1.489	1.492
Intereses, recursos (+)	351	240	212	218	227	235	241	245
Intereses, empleos (-)	249	146	126	130	136	142	146	147
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	785	718	721	728	734	743	744	754
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	872	842	848	857	864	876	881	892
Cotizaciones sociales netas (-)	1.667	1.672	1.695	1.705	1.717	1.731	1.746	1.753
Prestaciones sociales netas (+)	1.643	1.762	1.806	1.812	1.818	1.825	1.835	1.845
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	70	71	72	70	71	70	70	71
= Renta disponible bruta	6.042	6.020	6.088	6.121	6.163	6.193	6.215	6.241
Gasto en consumo final (-)	5.240	5.157	5.293	5.337	5.380	5.416	5.438	5.463
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	69	61	55	55	55	56	57	58
= Ahorro bruto	871	923	849	839	838	833	834	836
Consumo de capital fijo (-)	373	376	383	385	386	387	388	389
Transferencias netas de capital, recursos (+)	-1	10	12	11	11	10	8	7
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	-1.688	-777	770	746	584	-118	-576	-756
= Variaciones del patrimonio neto	-1.190	-220	1.248	1.211	1.047	339	-122	-302
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	646	551	559	566	570	576	579	577
Consumo de capital fijo (-)	373	376	383	385	386	387	388	389
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	448	9	40	100	114	127	125	145
Efectivo y depósitos	437	121	118	137	135	146	118	156
Participaciones en fondos del mercado monetario	-4	-41	-59	-41	-35	-24	-22	-22
Valores distintos de acciones ¹⁾	15	-72	-19	5	14	5	29	11
Activos a largo plazo	40	463	368	264	240	228	185	179
Depósitos	-24	76	55	41	51	51	50	50
Valores distintos de acciones	27	-2	-20	4	17	39	43	21
Acciones y otras participaciones	-96	164	96	17	-4	-17	-31	8
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	75	123	92	43	22	30	28	51
Participaciones en fondos de inversión	-172	41	4	-25	-27	-47	-58	-43
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	133	226	236	201	177	154	122	100
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	257	111	129	125	140	126	93	76
de los cuales: de IFM de la zona del euro	83	65	147	170	168	148	81	34
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	-375	-1.094	620	663	296	258	-239	-576
Activos financieros	-1.392	294	173	107	273	-403	-386	-232
Acciones y otras participaciones	-1.138	92	92	120	232	-330	-373	-331
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	-239	190	117	48	67	-24	18	98
Otros flujos netos (+)	73	45	1	20	79	66	95	70
= Variaciones del patrimonio neto	-1.190	-220	1.248	1.211	1.047	339	-122	-302
Balance								
Activos no financieros (+)	27.989	27.069	27.865	27.903	27.947	28.206	27.817	27.515
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.775	5.774	5.817	5.852	5.890	5.889	5.957	5.969
Efectivo y depósitos	5.321	5.475	5.598	5.596	5.648	5.656	5.729	5.754
Participaciones en fondos del mercado monetario	317	243	186	204	191	188	169	154
Valores distintos de acciones ¹⁾	137	55	34	52	50	45	60	61
Activos a largo plazo	10.760	11.573	12.105	12.177	12.186	11.762	11.909	12.163
Depósitos	913	969	1.026	1.036	1.055	1.069	1.081	1.092
Valores distintos de acciones	1.344	1.397	1.331	1.330	1.354	1.333	1.349	1.355
Acciones y otras participaciones	3.811	4.099	4.286	4.318	4.253	3.828	3.878	4.024
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	2.882	2.987	3.094	3.154	3.087	2.762	2.794	2.869
Participaciones en fondos de inversión	929	1.112	1.192	1.164	1.166	1.066	1.083	1.155
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.692	5.108	5.461	5.494	5.523	5.533	5.601	5.692
Otros activos netos (+)	340	351	392	388	467	485	471	453
Pasivos (-)								
Préstamos	5.820	5.942	6.106	6.113	6.171	6.190	6.204	6.194
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.914	4.968	5.213	5.256	5.304	5.313	5.281	5.269
= Patrimonio neto	39.045	38.824	40.073	40.207	40.317	40.151	39.951	39.906

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2008	2009	2010	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.758	4.499	4.638	4.686	4.732	4.770	4.794	4.811
Remuneración de los asalariados (-)	2.833	2.777	2.808	2.831	2.858	2.883	2.905	2.915
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	46	40	34	35	37	40	42	44
= Excedente bruto de explotación (+)	1.879	1.682	1.796	1.820	1.837	1.847	1.847	1.852
Consumo de capital fijo (-)	767	784	803	809	816	821	826	830
= Excedente neto de explotación (+)	1.112	898	993	1.011	1.021	1.025	1.020	1.022
Rentas de la propiedad, recursos (+)	644	535	583	586	583	588	568	565
Intereses, recursos	239	169	153	154	158	164	169	171
Otras rentas de la propiedad, recursos	405	366	430	432	425	424	400	394
Intereses y otras rentas, empleos (-)	421	297	257	263	272	281	288	290
= Renta empresarial neta (+)	1.335	1.137	1.319	1.334	1.332	1.332	1.300	1.297
Renta distribuida (-)	1.023	919	919	939	953	975	976	985
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	236	152	168	176	178	183	187	187
Cotizaciones sociales, recursos (+)	68	70	69	69	70	70	70	71
Prestaciones sociales, empleos (-)	65	68	69	69	69	69	70	70
Otras transferencias corrientes netas (-)	48	46	44	44	43	43	43	44
= Ahorro neto	31	23	188	175	158	131	95	81
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	369	75	157	189	200	211	209	189
Formación bruta de capital fijo (+)	1.077	906	944	964	977	990	998	999
Consumo de capital fijo (-)	767	784	803	809	816	821	826	830
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	59	-47	15	34	38	43	37	21
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	62	95	45	36	45	2	-33	10
Efectivo y depósitos	14	88	68	65	68	45	0	9
Participaciones en fondos del mercado monetario	33	39	-23	-25	-24	-40	-43	-18
Valores distintos de acciones ¹⁾	15	-32	-1	-4	1	-3	11	19
Activos a largo plazo	632	221	538	529	583	577	495	479
Depósitos	41	-2	17	44	39	54	66	51
Valores distintos de acciones	-33	18	21	19	25	13	-2	-4
Acciones y otras participaciones	326	99	286	293	334	319	248	232
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	298	106	213	173	185	190	183	200
Otros activos netos (+)	5	20	11	4	-23	-30	-42	-47
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	648	63	252	261	315	297	256	252
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	394	-112	-15	27	75	79	46	-4
de la cual: valores distintos de acciones	48	88	67	46	45	49	44	66
Acciones y otras participaciones	311	240	238	248	260	260	208	228
Acciones cotizadas	5	53	31	29	28	29	27	20
Acciones no cotizadas y otras participaciones	307	186	207	219	232	231	181	208
Transferencias netas de capital, recursos (-)	74	83	72	71	70	70	71	69
= Ahorro neto	31	23	188	175	158	131	95	81
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.848	1.932	1.965	1.933	1.923	1.917	1.940	1.933
Efectivo y depósitos	1.538	1.632	1.694	1.669	1.676	1.681	1.705	1.679
Participaciones en fondos del mercado monetario	192	213	191	184	173	158	146	156
Valores distintos de acciones ¹⁾	118	87	79	80	75	78	89	98
Activos a largo plazo	9.403	10.299	11.014	11.187	11.279	10.647	10.856	11.325
Depósitos	255	243	266	276	261	294	305	316
Valores distintos de acciones	212	228	264	275	269	266	272	305
Acciones y otras participaciones	6.279	7.084	7.506	7.640	7.683	6.936	7.096	7.485
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.657	2.744	2.977	2.997	3.066	3.151	3.182	3.220
Otros activos netos (+)	250	247	129	195	142	141	200	253
Pasivos								
Deuda	9.313	9.369	9.607	9.648	9.731	9.808	9.831	9.880
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.870	4.711	4.691	4.726	4.751	4.763	4.717	4.701
de la cual: valores distintos de acciones	700	824	888	864	877	920	923	975
Acciones y otras participaciones	11.120	12.388	13.036	13.322	13.298	11.857	12.101	12.628
Acciones cotizadas	2.941	3.502	3.813	3.922	3.914	3.142	3.300	3.570
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.179	8.886	9.224	9.401	9.385	8.715	8.801	9.058

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2008	2009	2010	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	70	-47	-16	-20	-29	8	49	74
Efectivo y depósitos	57	-33	-9	-9	-15	5	16	31
Participaciones en fondos del mercado monetario	12	0	-17	-21	-18	-7	11	30
Valores distintos de acciones ¹⁾	1	-14	10	10	4	10	22	13
Activos a largo plazo	130	288	288	271	284	234	123	102
Depósitos	7	14	-5	5	8	10	9	-1
Valores distintos de acciones	75	104	177	173	157	96	27	6
Préstamos	21	7	29	19	18	15	6	8
Acciones cotizadas	-10	-49	13	15	15	10	5	3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	13	-20	4	6	6	11	-7	-10
Participaciones en fondos de inversión	25	232	71	51	80	92	82	96
Otros activos netos (+)	8	17	11	-7	-42	-40	-41	-64
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	4	5	0	0	3	3	3	3
Préstamos	32	-2	9	10	14	14	6	8
Acciones y otras participaciones	7	3	1	4	2	3	3	3
Reservas técnicas de seguro	123	240	273	221	186	150	117	102
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	121	233	253	201	172	139	116	103
Reservas para primas y para siniestros	1	7	20	20	14	11	2	-1
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	43	12	0	8	8	31	1	-4
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-553	202	111	50	76	-99	-112	-17
Otros activos netos	41	29	-7	-87	-62	-74	17	143
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-172	10	-7	-6	12	-41	-47	-31
Reservas técnicas de seguro	-253	167	131	57	72	-11	25	105
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	-243	196	122	56	74	-10	24	98
Reservas para primas y para siniestros	-10	-29	9	1	-3	-1	1	7
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-86	55	-21	-88	-70	-122	-72	51
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	377	325	314	311	312	344	348	368
Efectivo y depósitos	224	195	190	181	181	199	193	208
Participaciones en fondos del mercado monetario	101	93	77	79	81	87	87	95
Valores distintos de acciones ¹⁾	52	37	46	50	50	58	67	65
Activos a largo plazo	5.084	5.650	6.034	6.112	6.141	6.040	6.019	6.284
Depósitos	599	612	604	617	619	618	610	610
Valores distintos de acciones	2.277	2.452	2.617	2.660	2.674	2.676	2.620	2.744
Préstamos	433	436	466	466	471	469	472	476
Acciones cotizadas	491	513	553	563	557	508	515	532
Acciones no cotizadas y otras participaciones	313	301	298	297	295	295	289	295
Participaciones en fondos de inversión	971	1.335	1.497	1.508	1.525	1.474	1.513	1.627
Otros activos netos (+)	236	208	230	221	210	240	242	229
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	23	31	33	31	34	31	34	34
Préstamos	281	272	286	291	294	301	290	299
Acciones y otras participaciones	416	429	424	439	426	381	380	412
Reservas técnicas de seguro	5.160	5.566	5.971	6.021	6.046	6.051	6.113	6.229
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.359	4.789	5.164	5.199	5.228	5.234	5.303	5.401
Reservas para primas y para siniestros	800	778	807	822	818	817	810	828
= Riqueza financiera neta	-182	-116	-136	-139	-136	-140	-207	-93

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

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

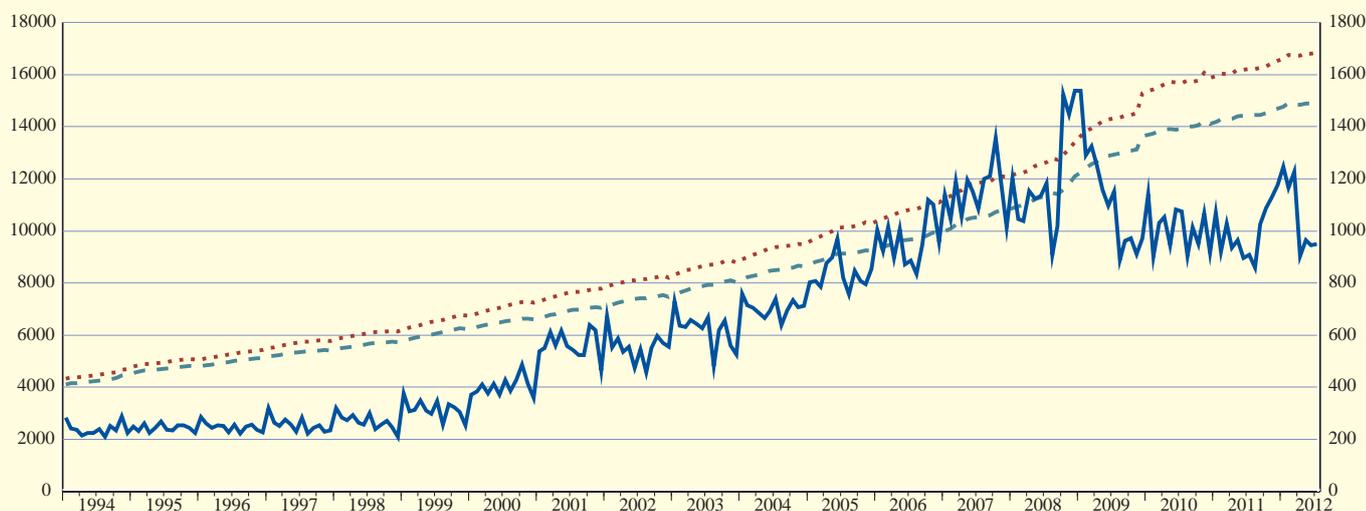
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
										11	12	
2011 Jul	16.585,3	852,8	-30,3	14.418,1	825,4	-10,3	16.215,1	907,4	-11,0	3,6	15,5	2,5
Ago	16.616,6	808,3	31,6	14.450,3	773,9	32,5	16.224,1	859,8	20,2	3,2	51,6	2,7
Sep	16.647,6	1.002,1	31,3	14.455,0	926,1	5,1	16.268,4	1.026,7	6,9	3,2	63,9	3,5
Oct	16.698,7	1.034,7	51,9	14.533,7	993,1	79,4	16.312,2	1.086,7	69,8	3,3	57,4	3,7
Nov	16.784,8	1.064,4	85,5	14.627,1	1.017,2	92,6	16.442,2	1.128,3	100,8	2,4	31,9	3,3
Dic	16.843,3	1.127,3	58,4	14.684,9	1.084,9	57,8	16.526,8	1.176,1	56,2	3,9	145,2	4,6
2012 Ene	16.940,9	1.190,1	97,6	14.774,9	1.118,6	90,2	16.600,1	1.247,7	82,7	3,9	62,6	5,2
Feb	17.127,3	1.134,6	186,9	14.919,3	1.047,6	144,9	16.744,2	1.165,1	162,6	4,2	98,2	5,7
Mar	17.175,0	1.233,7	142,7	14.868,1	1.091,7	43,1	16.734,3	1.226,2	79,8	4,7	82,2	5,9
Abr	17.130,7	837,3	-33,5	14.851,0	799,5	-6,5	16.736,5	902,8	-0,2	4,4	-6,7	5,1
May	17.170,2	907,7	41,1	14.891,5	856,4	41,8	16.837,6	963,7	57,5	4,0	-4,0	4,6
Jun	17.181,1	919,2	11,2	14.893,1	858,0	2,2	16.809,4	945,0	-15,4	3,8	16,3	3,0
Jul	.	.	.	14.880,2	825,4	-7,5	16.857,5	949,0	30,2	4,0	57,8	3,0
A largo plazo												
2011 Jul	15.190,0	203,4	-20,4	13.095,2	192,2	-13,3	14.667,8	213,9	-12,8	4,4	24,7	2,8
Ago	15.186,0	123,1	-4,0	13.095,5	113,5	0,2	14.649,0	123,5	-8,4	4,0	32,8	2,8
Sep	15.175,9	229,2	-9,5	13.081,5	189,8	-13,2	14.675,9	214,0	-5,9	4,0	51,4	3,3
Oct	15.249,6	278,4	75,6	13.161,3	251,1	81,6	14.722,1	268,1	70,0	4,0	66,6	3,4
Nov	15.320,7	212,0	70,9	13.243,4	192,7	81,6	14.839,6	213,4	92,0	3,3	25,6	3,4
Dic	15.369,0	238,1	47,2	13.306,2	228,9	61,7	14.928,8	246,5	63,6	4,0	107,9	4,3
2012 Ene	15.454,3	347,6	85,7	13.369,0	303,4	63,3	14.973,0	332,4	52,0	3,9	69,3	4,9
Feb	15.625,7	366,6	171,0	13.506,2	310,0	136,8	15.104,7	340,7	147,5	4,2	88,6	5,7
Mar	15.660,1	386,9	129,9	13.463,6	280,2	52,1	15.087,6	330,6	75,4	4,6	75,8	6,0
Abr	15.629,1	188,7	-20,3	13.444,2	175,1	-8,8	15.091,0	206,6	3,9	4,2	-5,8	4,9
May	15.679,8	231,9	50,8	13.495,1	208,4	50,7	15.200,3	244,2	69,7	4,1	16,7	4,8
Jun	15.719,4	272,8	40,3	13.536,7	240,5	42,7	15.213,0	256,2	24,4	3,9	17,7	3,5
Jul	.	.	.	13.501,4	228,9	-30,3	15.226,7	267,5	-2,0	4,0	36,2	3,1

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

(mm de euros)

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



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

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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010	15.870	5.246	3.284	854	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.527	5.529	3.285	872	6.216	624	1.000	609	98	62	191	39
2011 III	16.268	5.425	3.218	858	6.160	607	931	580	79	60	180	33
2011 IV	16.527	5.529	3.285	872	6.216	624	1.130	714	138	70	172	36
2012 I	16.734	5.633	3.319	904	6.208	670	1.213	765	106	70	223	49
2012 II	16.809	5.598	3.298	933	6.284	697	937	577	77	70	183	30
2012 Abr	16.737	5.610	3.350	921	6.190	665	903	557	59	73	190	24
2012 May	16.838	5.609	3.370	936	6.253	669	964	573	103	69	186	33
2012 Jun	16.809	5.598	3.298	933	6.284	697	945	600	71	68	171	35
2012 Jul	16.858	5.644	3.289	947	6.271	706	949	596	69	65	192	27
	A corto plazo											
2010	1.540	572	120	69	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.598	702	106	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2011 III	1.593	613	110	86	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 IV	1.598	702	106	79	634	77	888	629	76	60	94	28
2012 I	1.647	711	122	83	641	91	878	609	61	54	125	29
2012 II	1.596	678	120	93	623	83	702	491	31	57	102	20
2012 Abr	1.646	709	126	95	633	83	696	483	33	62	103	15
2012 May	1.637	699	127	100	629	82	719	500	29	61	104	25
2012 Jun	1.596	678	120	93	623	83	689	490	32	47	99	20
2012 Jul	1.631	703	117	94	630	87	681	486	24	52	102	17
	A largo plazo ²⁾											
2010	14.329	4.674	3.164	785	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.929	4.827	3.178	793	5.583	547	252	98	51	9	84	10
2011 III	14.676	4.812	3.108	772	5.448	535	184	67	36	7	66	7
2011 IV	14.929	4.827	3.178	793	5.583	547	243	85	61	10	78	8
2012 I	15.088	4.922	3.196	821	5.567	580	335	156	45	16	98	20
2012 II	15.213	4.920	3.178	840	5.661	614	236	86	46	13	81	10
2012 Abr	15.091	4.901	3.224	827	5.557	582	207	75	26	10	87	8
2012 May	15.200	4.910	3.243	837	5.624	586	244	73	74	8	82	7
2012 Jun	15.213	4.920	3.178	840	5.661	614	256	111	38	20	72	15
2012 Jul	15.227	4.941	3.172	853	5.641	619	268	110	45	13	90	10
	del cual: a tipo fijo											
2010	9.478	2.633	1.098	673	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.028	2.777	1.150	699	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 III	9.889	2.773	1.148	680	4.887	400	112	35	8	6	58	5
2011 IV	10.028	2.777	1.150	699	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2012 I	10.239	2.890	1.198	727	5.003	421	228	103	17	15	83	11
2012 II	10.420	2.891	1.244	748	5.100	437	148	42	21	12	68	6
2012 Abr	10.254	2.885	1.207	732	5.008	423	134	37	9	9	73	6
2012 May	10.384	2.893	1.248	742	5.075	425	161	43	37	7	71	3
2012 Jun	10.420	2.891	1.244	748	5.100	437	149	45	16	19	60	9
2012 Jul	10.432	2.900	1.264	758	5.073	437	149	42	13	11	79	4
	del cual: a tipo variable											
2010	4.380	1.761	1.961	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.398	1.781	1.875	90	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 III	4.281	1.767	1.801	88	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 IV	4.398	1.781	1.875	90	513	139	107	36	51	1	15	3
2012 I	4.338	1.766	1.838	91	486	157	90	46	25	1	10	8
2012 II	4.334	1.762	1.822	89	486	175	75	37	23	1	9	4
2012 Abr	4.334	1.749	1.856	91	479	158	60	31	14	1	11	3
2012 May	4.354	1.747	1.879	91	477	159	68	22	33	1	8	4
2012 Jun	4.334	1.762	1.822	89	486	175	96	60	21	1	9	6
2012 Jul	4.331	1.772	1.795	91	492	180	106	61	29	2	8	6

Fuente: BCE.

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

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

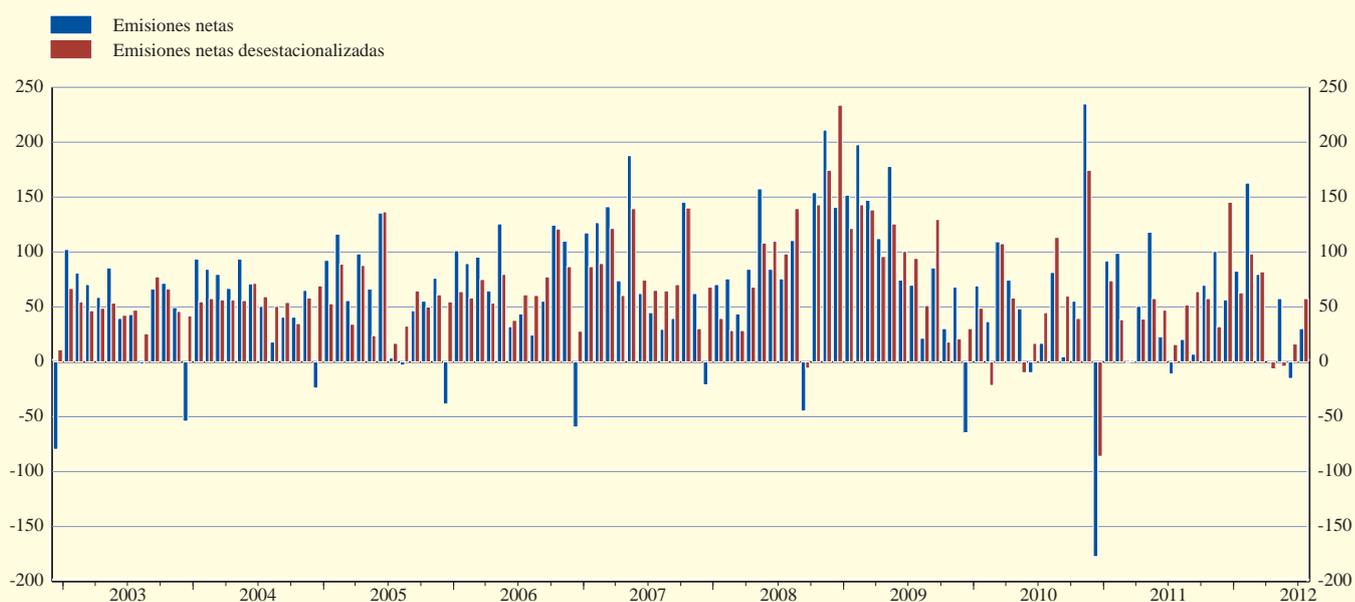
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010	45,2	-1,2	4,4	5,0	31,6	5,3	-	-	-	-	-	-
2011	52,0	22,6	-3,3	3,7	23,4	5,6	-	-	-	-	-	-
2011 III	5,4	12,8	-10,2	4,6	-3,8	2,0	43,7	18,7	5,0	5,9	10,6	3,5
IV	75,6	29,7	20,3	3,3	17,6	4,9	78,2	40,8	-1,9	6,8	31,3	1,2
2012 I	108,4	38,5	12,6	11,7	29,6	15,9	81,0	16,9	22,7	9,3	15,7	16,3
II	14,0	-19,2	-4,0	8,8	27,6	0,7	1,9	-13,8	-6,6	6,4	13,1	2,7
2012 Abr	-0,2	-29,8	29,2	14,8	-8,2	-6,2	-6,7	-29,5	24,2	8,8	-7,3	-3,0
May	57,5	-23,6	12,7	9,4	59,3	-0,3	-4,0	-37,7	6,3	2,2	25,7	-0,5
Jun	-15,4	-4,2	-53,7	2,3	31,6	8,6	16,3	25,9	-50,3	8,2	20,9	11,7
Jul	30,2	36,3	-9,6	10,7	-14,3	7,2	57,8	37,9	-9,9	7,0	15,5	7,4
	A largo plazo											
2010	53,8	1,9	1,7	5,3	41,3	3,5	-	-	-	-	-	-
2011	47,6	12,0	-2,0	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2011 III	-9,0	3,0	-6,6	0,9	-6,9	0,6	36,3	10,0	6,5	2,5	14,4	2,9
IV	75,2	0,7	21,6	5,5	43,8	3,6	66,7	13,7	0,2	6,8	42,7	3,3
2012 I	91,6	35,5	7,4	10,4	27,3	11,1	77,9	21,1	18,2	9,9	19,0	9,8
II	32,7	-7,0	-3,3	5,6	33,6	3,8	9,5	-12,7	-5,1	3,1	21,5	2,8
2012 Abr	3,9	-26,2	25,6	3,1	-0,4	1,9	-5,8	-29,5	21,1	-0,3	2,0	0,9
May	69,7	-10,9	11,4	4,2	63,1	1,8	16,7	-24,2	7,2	0,6	31,2	1,9
Jun	24,4	16,0	-46,8	9,5	38,0	7,7	17,7	15,7	-43,6	9,0	31,1	5,5
Jul	-2,0	12,6	-6,8	9,1	-21,0	4,0	36,2	13,1	-10,3	9,4	15,3	8,6

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 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											
2011 Jul	3,6	1,8	0,2	4,9	6,2	13,3	2,5	1,9	-3,4	3,2	5,0	16,5
Ago	3,2	1,9	-1,3	5,2	5,6	15,3	2,7	2,0	-3,9	4,6	4,9	23,4
Sep	3,2	2,3	-0,8	4,8	5,1	14,2	3,5	3,1	-0,2	4,5	4,4	17,7
Oct	3,3	2,9	-0,3	4,7	4,7	12,9	3,7	3,5	0,7	7,2	4,1	13,2
Nov	2,4	3,2	-2,2	5,1	3,0	13,6	3,3	3,6	0,3	6,9	3,5	11,2
Dic	3,9	5,2	-1,2	5,4	4,7	12,1	4,6	6,7	0,6	9,3	4,1	4,8
2012 Ene	3,9	4,3	-1,2	6,2	4,8	15,4	5,2	6,8	1,0	9,3	4,5	14,3
Feb	4,2	4,5	-0,6	6,9	4,8	19,8	5,7	7,0	2,9	9,3	4,6	16,2
Mar	4,7	4,8	1,8	8,0	4,5	17,9	5,9	6,5	3,9	11,6	4,6	17,8
Abr	4,4	4,2	2,7	9,5	3,7	15,7	5,1	4,8	4,5	11,6	3,5	18,5
May	4,0	3,0	3,3	8,8	3,8	12,6	4,6	2,4	6,4	10,6	4,0	14,1
Jun	3,8	3,4	1,7	10,1	3,5	11,7	3,0	0,3	3,0	11,0	2,8	19,2
Jul	4,0	4,2	1,4	10,2	3,4	14,8	3,0	1,7	1,9	11,0	2,3	15,4
	A largo plazo											
2011 Jul	4,4	2,6	-0,7	4,8	8,7	9,8	2,8	1,7	-3,1	2,5	6,7	12,0
Ago	4,0	2,7	-1,9	4,4	8,4	10,3	2,8	1,6	-3,9	3,3	6,9	12,8
Sep	4,0	2,7	-1,3	3,5	7,9	9,4	3,3	2,7	-0,4	1,9	5,6	10,3
Oct	4,0	2,6	-0,4	3,5	7,6	8,7	3,4	2,1	1,2	3,5	5,3	9,1
Nov	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,4	2,1	0,8	5,1	5,2	9,2
Dic	4,0	3,1	-0,8	4,4	7,2	9,4	4,3	3,0	1,3	7,5	6,4	7,2
2012 Ene	3,9	2,4	-0,7	5,7	7,0	11,1	4,9	3,2	1,6	9,1	7,1	10,3
Feb	4,2	3,0	-0,6	6,5	7,0	13,5	5,7	4,3	2,8	9,7	7,1	14,4
Mar	4,6	3,5	1,6	7,6	6,2	12,7	6,0	4,4	3,5	13,4	6,9	15,2
Abr	4,2	2,7	2,5	7,2	5,4	11,7	4,9	3,2	3,6	10,8	5,5	14,4
May	4,1	1,9	3,2	7,1	5,5	10,6	4,8	1,6	5,6	9,2	5,8	11,9
Jun	3,9	2,0	1,8	8,7	5,4	10,7	3,5	1,0	2,5	10,0	4,4	14,2
Jul	4,0	2,2	1,5	9,6	5,3	12,1	3,1	1,3	1,4	10,3	3,6	13,9

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

(tasas de variación interanual)

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



Fuente: BCE.

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

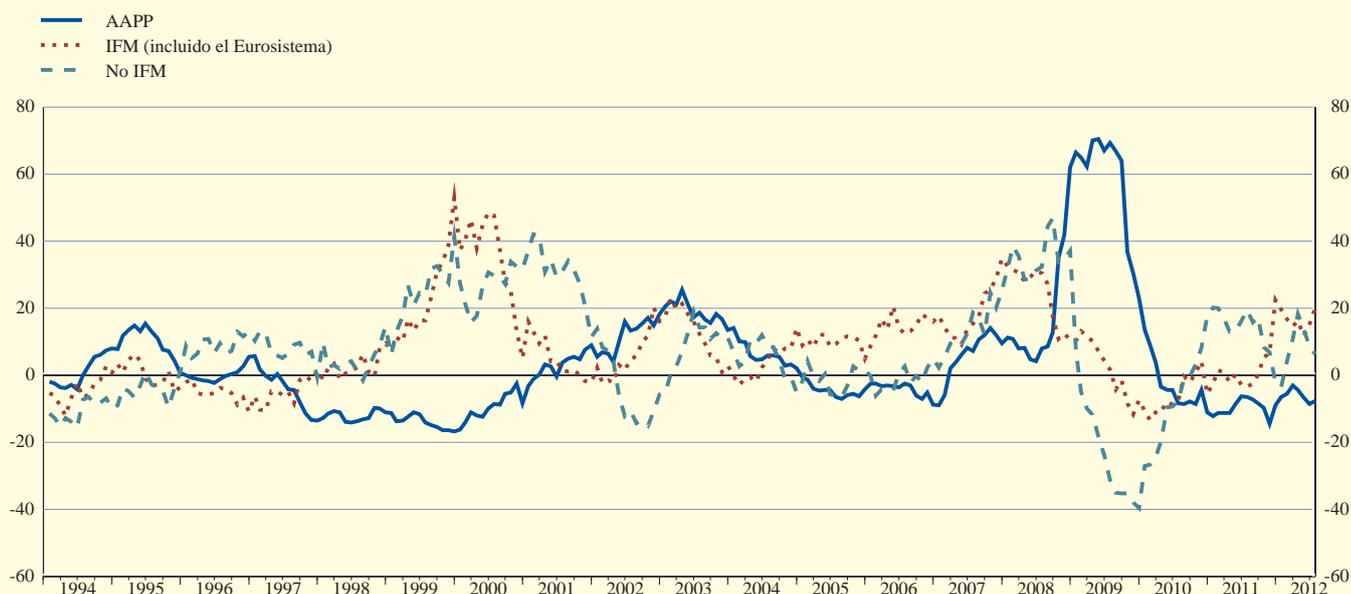
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

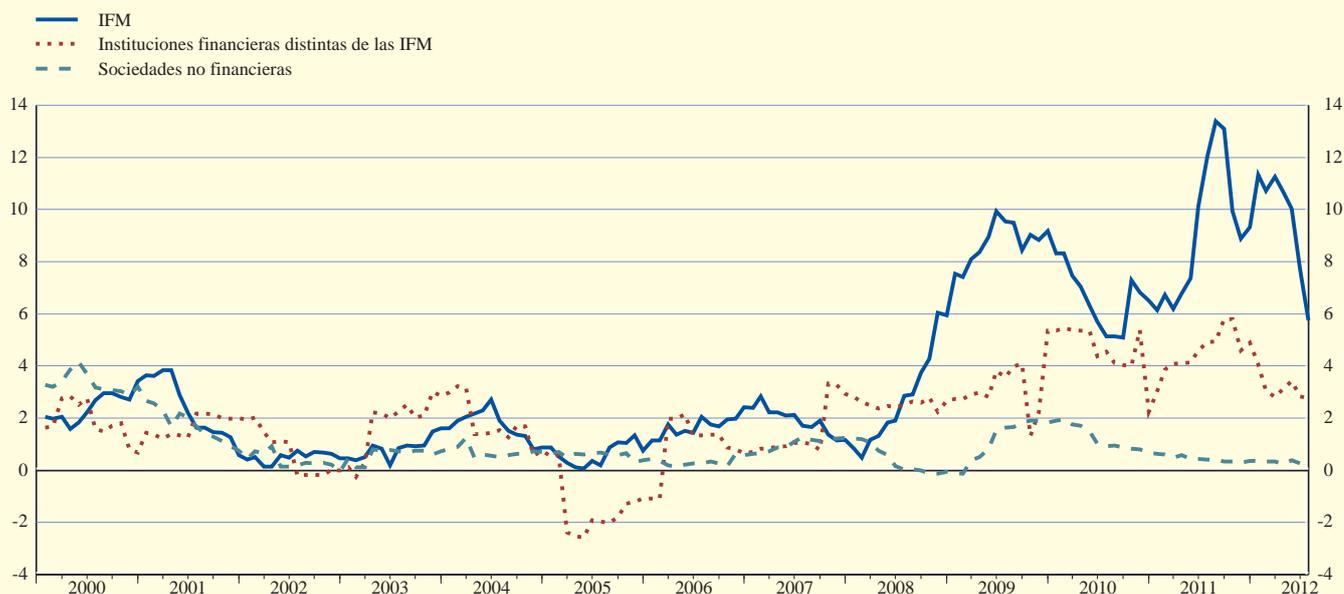
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Jul	4.255,2	103,7	1,7	520,0	5,1	338,1	4,5	3.397,0	0,9
Ago	4.119,5	103,7	1,7	479,0	5,1	314,4	4,1	3.326,2	1,0
Sep	4.341,2	103,8	1,6	487,3	5,1	326,7	4,0	3.527,2	0,9
Oct	4.515,5	104,2	1,8	514,7	7,3	333,6	4,0	3.667,2	0,8
Nov	4.397,9	104,4	1,8	438,0	6,8	316,6	5,4	3.643,3	0,8
Dic	4.580,5	104,4	1,4	458,7	6,5	334,0	2,3	3.787,7	0,7
2011 Ene	4.744,5	104,6	1,4	514,6	6,1	365,9	3,0	3.864,0	0,6
Feb	4.830,5	104,7	1,5	535,3	6,7	379,0	3,9	3.916,2	0,6
Mar	4.752,5	104,8	1,4	492,0	6,2	363,3	4,1	3.897,2	0,5
Abr	4.876,0	105,0	1,5	497,9	6,8	371,6	4,1	4.006,5	0,6
May	4.760,8	105,0	1,5	476,3	7,4	356,3	4,1	3.928,1	0,4
Jun	4.705,6	105,5	1,7	492,0	10,1	350,6	4,6	3.863,0	0,4
Jul	4.488,0	105,7	1,9	459,1	12,1	325,6	4,9	3.703,3	0,4
Ago	3.960,2	105,9	2,1	383,3	13,4	281,7	4,9	3.295,2	0,4
Sep	3.733,4	105,9	2,0	350,9	13,1	264,4	5,8	3.118,1	0,3
Oct	4.026,4	105,9	1,7	360,8	9,9	288,0	5,8	3.377,6	0,3
Nov	3.875,5	106,0	1,5	330,1	8,9	271,6	4,6	3.273,8	0,3
Dic	3.888,1	106,1	1,6	339,7	9,3	270,8	4,9	3.277,6	0,4
2012 Ene	4.101,0	106,3	1,7	375,9	11,3	298,1	4,0	3.427,0	0,4
Feb	4.267,1	106,3	1,5	395,1	10,7	311,4	3,1	3.560,6	0,3
Mar	4.251,1	106,4	1,5	373,5	11,3	311,1	2,8	3.566,5	0,3
Abr	4.078,2	106,5	1,4	327,7	10,7	292,0	3,1	3.458,6	0,2
May	3.772,2	106,5	1,5	281,2	10,0	260,2	3,4	3.230,8	0,4
Jun	3.935,4	106,6	1,1	318,0	7,7	280,3	2,8	3.337,1	0,3
Jul	4.062,0	106,8	1,0	310,1	5,8	287,5	2,8	3.464,4	0,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

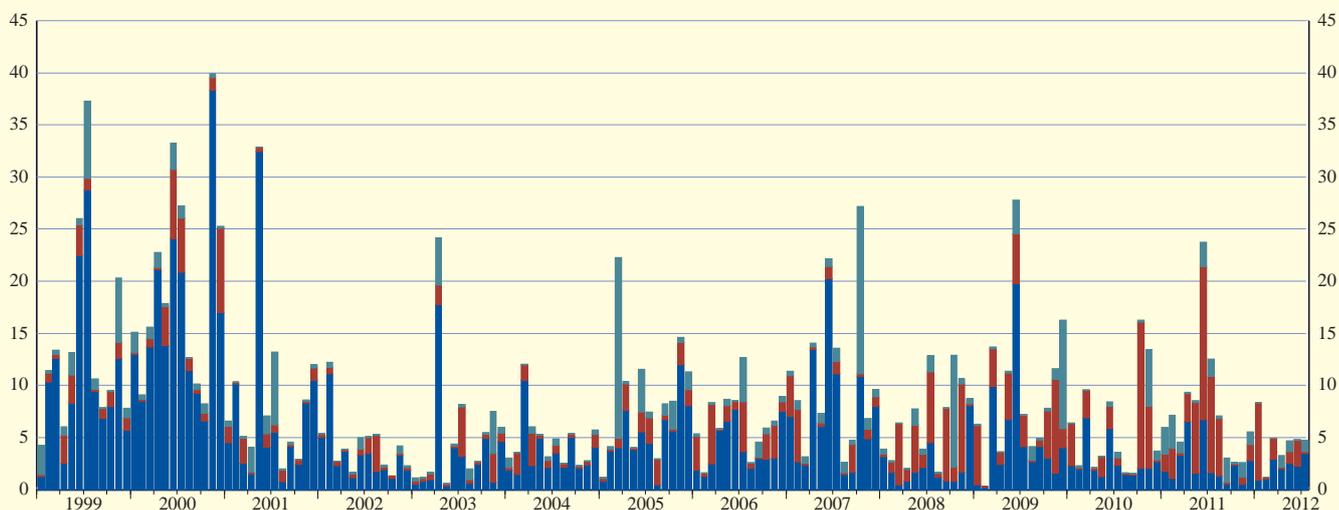
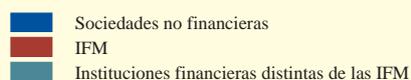
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2010 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	1,5	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,3
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Nov	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Ene	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Feb	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mar	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Abr	9,3	0,6	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,6	5,9
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	12,5	0,7	11,8	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Ago	7,1	1,0	6,1	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,8	0,5
Sep	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Oct	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Nov	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,6	1,5	-1,0
Dic	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 Ene	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
Feb	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mar	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Abr	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
May	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,1	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Jun	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Jul	4,8	0,3	4,5	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo			
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011 Ago	0,54	2,73	3,16	2,99	1,74	1,93	0,68	1,67	2,69	2,99	1,42
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,76	1,94	0,70	1,75	2,72	2,79	1,47
Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,77	1,96	0,70	1,72	2,74	2,72	1,65
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,78	1,96	0,67	1,53	2,61	2,85	1,62
Dic	0,54	2,78	3,20	3,06	1,79	1,97	0,65	1,53	2,76	2,90	1,38
2012 Ene	0,53	2,94	3,49	3,15	1,81	1,96	0,61	1,34	2,95	2,92	1,23
Feb	0,52	2,90	3,38	3,16	1,81	1,96	0,59	1,26	2,96	3,01	1,05
Mar	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,58	1,31	2,75	2,98	0,97
Abr	0,49	2,82	2,92	2,84	1,76	1,95	0,55	1,16	2,70	3,07	1,28
May	0,48	2,65	2,70	2,68	1,74	1,91	0,54	1,07	2,31	2,75	0,93
Jun	0,47	2,72	2,73	2,63	1,73	1,88	0,52	1,11	2,32	2,69	0,98
Jul	0,45	2,80	2,89	2,61	1,70	1,85	0,48	1,14	2,01	2,53	1,26

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 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	4,21
Oct	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16
Nov	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02
Dic	8,37	17,08	5,27	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92
2012 Ene	8,46	17,06	5,62	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,88	4,76	3,93
Feb	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,63	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,86	4,71	4,04
Mar	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,31	3,57	3,61	3,91	3,83	3,73	4,74	3,90
Abr	8,26	17,10	5,43	6,31	7,95	7,35	3,20	3,58	3,59	3,96	3,79	3,65	4,68	3,89
May	8,26	17,10	5,65	6,39	7,95	7,48	3,14	3,54	3,53	3,84	3,72	3,80	4,74	3,83
Jun	8,25	17,06	5,61	6,27	7,73	7,27	3,11	3,48	3,46	3,69	3,66	3,61	4,73	3,71
Jul	8,14	17,01	5,76	6,26	7,82	7,37	3,09	3,40	3,31	3,62	3,58	3,64	4,45	3,49

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011 Ago	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
Sep	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
Oct	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
Nov	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,65	3,42	3,92	3,60	3,71
Dic	4,66	4,89	5,15	4,98	5,05	4,59	4,27	3,04	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 Ene	4,64	4,93	5,35	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
Feb	4,59	4,86	5,25	4,74	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,36	3,89	3,77	3,64
Mar	4,61	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
Abr	4,46	4,96	5,09	4,61	4,85	4,57	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59
May	4,43	4,82	5,11	4,60	4,84	4,49	4,20	2,37	3,75	3,41	3,48	3,60	3,51
Jun	4,39	4,81	5,03	4,58	4,76	4,41	4,16	2,44	3,20	3,44	3,03	3,34	3,22
Jul	4,30	4,86	5,17	4,58	4,56	4,13	4,12	2,23	3,31	3,62	3,13	3,19	3,50

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, los hogares y las sociedades no financieras se fusionan y se registran en el sector hogares, ya que los saldos vivos de las sociedades no financieras son insignificantes, comparados con los del sector hogares en el conjunto de los Estados miembros.
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ³⁾		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Ago	0,54	2,59	2,77	1,74	1,93	0,68	2,14	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,76	1,94	0,70	2,18	3,15	2,07
Oct	0,55	2,66	2,78	1,77	1,96	0,70	2,19	3,14	2,15
Nov	0,55	2,70	2,80	1,78	1,96	0,67	2,18	3,16	2,24
Dic	0,54	2,73	2,78	1,79	1,97	0,65	2,18	3,13	2,37
2012 Ene	0,53	2,76	2,78	1,81	1,96	0,61	2,15	3,16	2,46
Feb	0,52	2,79	2,80	1,81	1,96	0,59	2,13	3,20	2,62
Mar	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,58	2,05	3,13	2,58
Abr	0,49	2,78	2,82	1,76	1,95	0,55	2,00	3,09	2,57
May	0,48	2,76	2,80	1,74	1,91	0,54	1,96	3,06	2,39
Jun	0,47	2,73	2,82	1,73	1,88	0,52	1,94	3,08	2,48
Jul	0,45	2,72	2,78	1,70	1,85	0,48	1,89	3,04	2,47

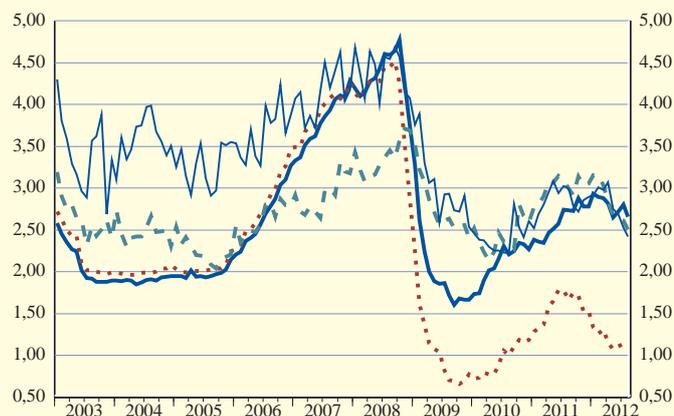
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 Ago	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Sep	4,13	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
Oct	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,19	3,86	3,74
Nov	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
Dic	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Ene	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,29	4,24	3,82	3,68
Feb	4,04	3,69	3,86	8,09	6,39	5,27	4,18	3,78	3,67
Mar	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,16	3,66	3,60
Abr	3,93	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,61	3,54
May	3,88	3,62	3,77	7,95	6,29	5,16	3,99	3,58	3,50
Jun	3,86	3,60	3,76	7,83	6,30	5,14	3,96	3,53	3,46
Jul	3,78	3,54	3,72	7,78	6,26	5,08	3,89	3,47	3,40

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

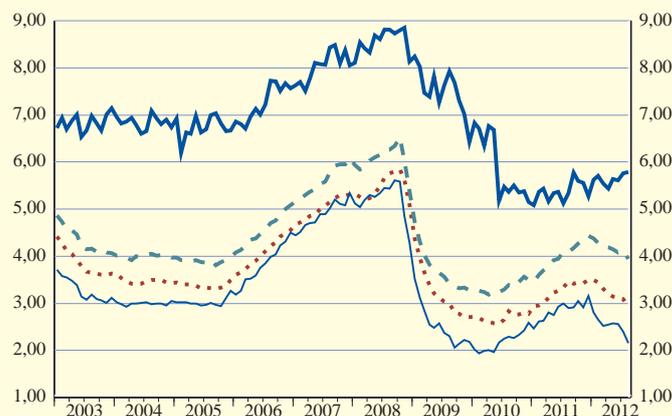
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- - De las sociedades no financieras, más de 2 años



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.

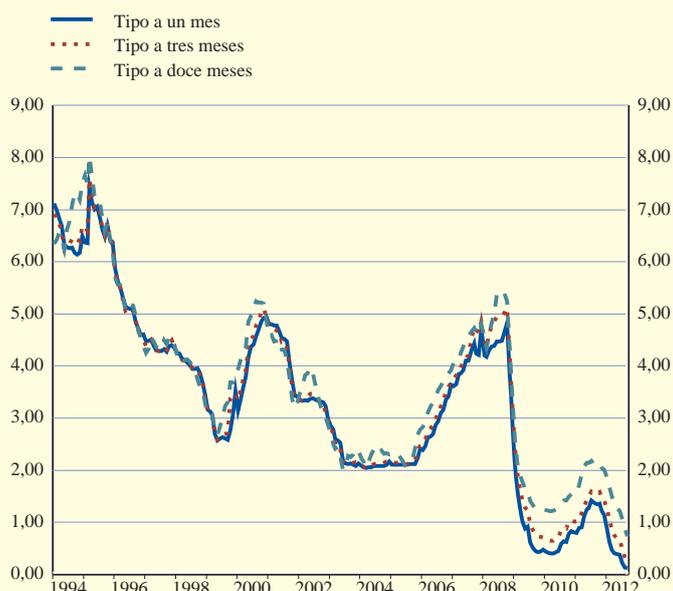
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonía) 1	Depósitos a 1 mes (euribor) 2	Depósitos a 3 meses (euribor) 3	Depósitos a 6 meses (euribor) 4	Depósitos a 12 meses (euribor) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2011 III	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
IV	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2012 I	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
II	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
III	0,13	0,16	0,36	0,63	0,90	0,43	0,19
2011 Sep	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Oct	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dic	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Ene	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Feb	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
Mar	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
Abr	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20
May	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20
Jun	0,33	0,38	0,66	0,93	1,22	0,47	0,20
Jul	0,18	0,22	0,50	0,78	1,06	0,45	0,20
Ago	0,11	0,13	0,33	0,61	0,88	0,43	0,19
Sep	0,10	0,12	0,25	0,48	0,74	0,39	0,19

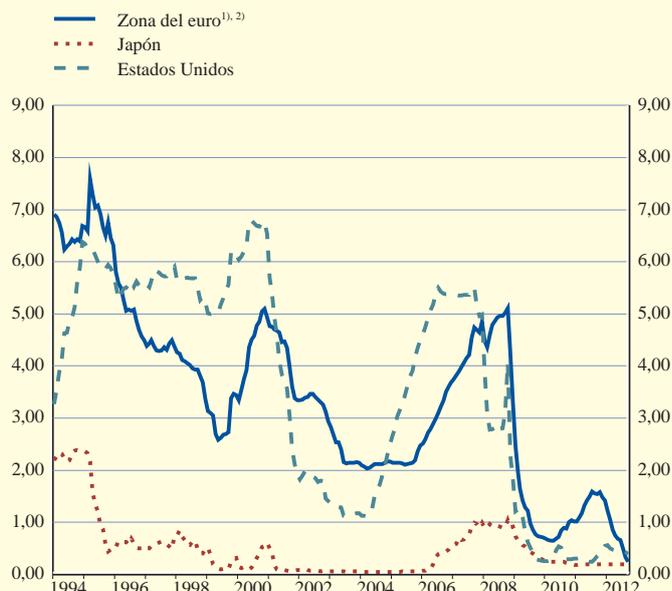
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

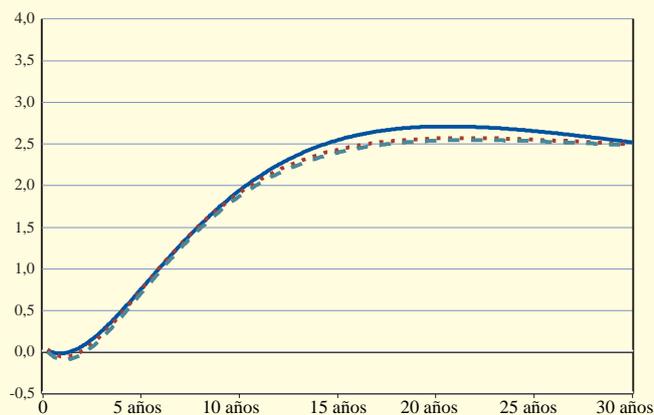
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 IV	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 I	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
II	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
III	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
2011 Sep	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
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
Feb	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
Mar	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
Abr	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10
May	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23
Jun	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
Jul	0,00	-0,09	-0,02	0,71	1,25	1,87	1,87	1,89	-0,11	0,26	2,12	3,52
Ago	0,03	-0,05	0,01	0,75	1,29	1,91	1,88	1,90	-0,08	0,30	2,17	3,55
Sep	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75

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

(porcentaje; fin de período)

— Septiembre 2012
- - - Agosto 2012
- - - Julio 2012



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

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

— Tipo a un año
- - - Tipo a diez años
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses
— Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años



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

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

2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales con calificación AAA.

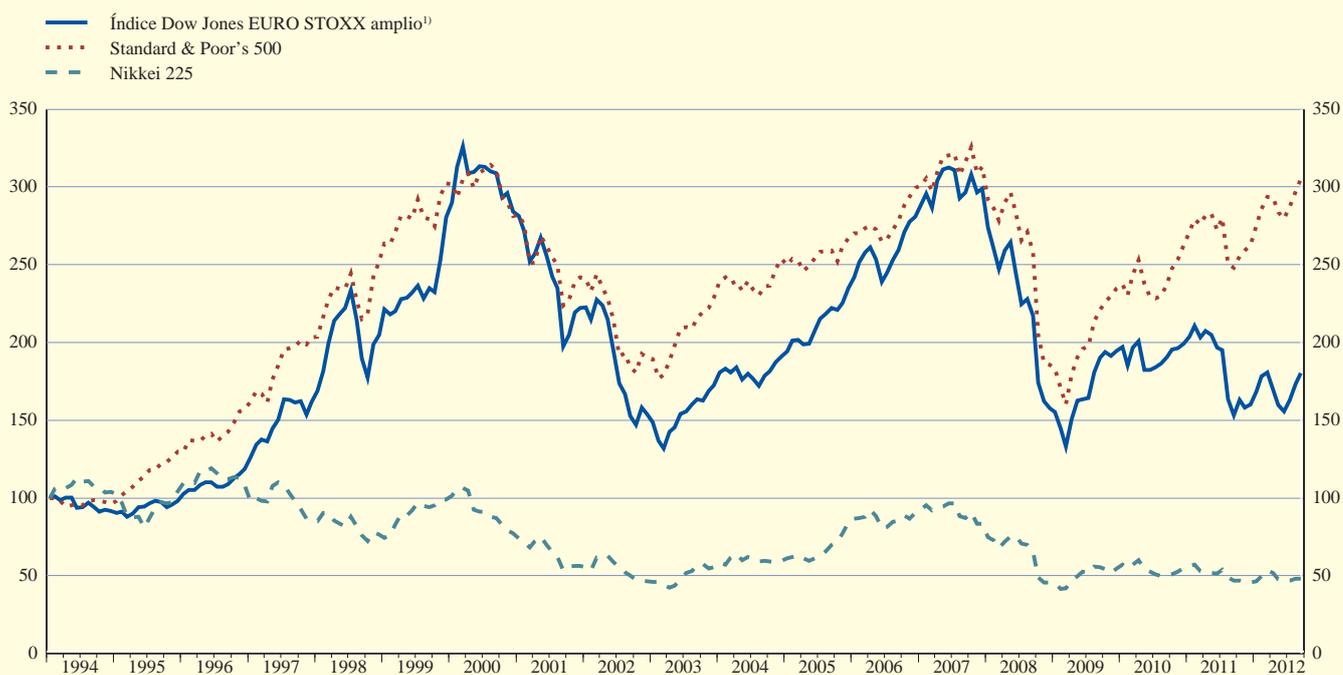
4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2011 III	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
2011 IV	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
2012 I	243,7	2.473,6	499,1	150,3	372,3	324,6	129,7	333,3	221,7	253,7	300,6	480,6	1.348,8	9.295,3
2012 II	224,0	2.226,2	472,5	140,8	370,7	285,3	108,2	311,6	207,4	223,4	261,9	493,2	1.349,7	9.026,5
2012 III	238,7	2.400,9	505,9	152,7	392,3	307,8	117,2	327,7	215,9	234,0	265,6	548,5	1.400,9	8.886,4
2011 Sep	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4
2011 Oct	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6
2011 Nov	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
2011 Dic	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0
2012 Ene	233,4	2.382,1	477,6	146,9	351,8	317,3	120,4	319,2	206,9	248,8	305,0	473,6	1.300,6	8.616,7
2012 Feb	247,2	2.508,2	507,2	152,1	377,3	327,0	134,4	336,3	223,9	254,6	300,1	477,6	1.352,5	9.242,3
2012 Mar	250,7	2.532,2	512,9	152,0	388,0	329,5	134,6	344,6	234,3	257,7	296,7	490,5	1.389,2	9.962,3
2012 Abr	235,0	2.340,8	497,6	145,9	380,9	301,1	116,8	327,8	221,2	237,7	275,2	488,5	1.386,4	9.627,4
2012 May	221,9	2.198,5	469,5	139,7	373,7	281,6	105,0	310,4	204,5	218,9	261,4	492,0	1.341,3	8.842,5
2012 Jun	216,2	2.152,7	453,1	137,4	358,3	275,1	104,0	298,4	198,0	215,4	250,4	498,9	1.323,5	8.638,1
2012 Jul	226,5	2.258,4	479,1	145,8	379,4	290,4	106,5	313,9	204,4	224,3	257,3	534,2	1.359,8	8.760,7
2012 Ago	240,5	2.424,5	509,4	154,6	399,7	313,0	116,8	330,3	220,8	231,8	265,7	552,5	1.403,4	8.949,9
2012 Sep	250,1	2.530,7	531,4	158,2	398,1	321,0	129,5	339,8	223,0	247,2	274,6	559,7	1.443,4	8.948,6

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

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾		
	Índice: 2005 = 100	Total			Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía												
% del total en 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7	
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5	
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5	
2011 III	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,4	1,1	0,0	-0,1	0,4	0,5	2,6	3,5	
IV	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	0,9	1,0	1,5	0,3	2,9	3,5	
2012 I	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,1	4,1	0,5	2,6	3,4	
II	115,9	2,5	1,8	3,0	1,7	0,5	0,6	0,7	0,1	1,0	0,5	2,3	3,4	
III	115,7	2,6	.	.	1,9	.	.	.	.	1,3	.	.	.
2012 Abr	116,0	2,6	1,9	3,2	1,7	0,2	0,2	0,0	0,0	1,1	0,2	2,5	3,3	
May	115,9	2,4	1,8	2,9	1,8	-0,1	0,2	0,0	0,0	-1,4	0,1	2,3	3,4	
Jun	115,8	2,4	1,8	2,8	1,7	0,0	0,1	1,0	0,0	-1,7	0,2	2,2	3,4	
Jul	115,1	2,4	1,9	2,8	1,8	0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,9	0,2	2,2	3,8	
Ago	115,6	2,6	1,7	3,2	1,8	0,4	0,1	0,6	-0,1	2,4	0,2	2,4	3,9	
Sep ³⁾	116,5	2,7	.	.	2,0	.	.	.	.	1,3	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2011 III	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,3	2,1
IV	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2012 I	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
II	3,0	3,5	2,3	2,9	1,3	7,2	1,7	1,4	2,7	-3,1	2,2	2,0
III	3,0	.	.	.	1,1	8,1	.	.	.	.	.	.
2012 Abr	3,1	3,7	2,1	3,2	1,3	8,1	1,7	1,5	2,5	-3,1	2,3	2,1
May	2,8	3,4	1,8	3,0	1,3	7,3	1,7	1,4	2,7	-3,3	2,4	2,0
Jun	3,2	3,2	3,1	2,6	1,3	6,1	1,7	1,4	3,0	-2,8	2,1	2,0
Jul	2,9	2,9	2,9	2,8	1,5	6,1	1,9	1,6	2,9	-3,1	2,3	1,9
Ago	3,0	2,7	3,5	3,3	1,1	8,9	1,9	1,6	3,3	-3,1	2,2	1,9
Sep ³⁾	2,9	.	.	.	0,8	9,2	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

% del total en 2005	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Total	Industria manufacturera	Bienes intermedios			Bienes de consumo						
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Duradero	No duradero				
	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	3,9	1,9	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2	
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1	
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0	
2011 II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1	
2011 III	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,1	
2011 IV	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	2,8	-0,3	
2012 I	121,0	3,7	3,0	1,7	1,2	1,2	2,9	2,3	3,0	9,5	1,8	-0,9	
2012 II	121,1	2,2	1,6	1,1	0,4	1,2	2,0	1,9	2,0	5,9	1,7	-1,4	
2012 Mar	121,7	3,5	2,6	1,6	0,9	1,2	2,8	2,3	2,8	9,0	-	-	
2012 Abr	121,7	2,6	2,0	1,3	0,6	1,2	2,2	2,0	2,3	6,7	-	-	
2012 May	121,1	2,3	1,8	1,1	0,5	1,2	1,9	1,9	1,9	6,3	-	-	
2012 Jun	120,5	1,8	1,1	0,9	0,1	1,1	1,8	1,9	1,9	4,7	-	-	
2012 Jul	120,8	1,6	1,1	0,8	-0,2	1,1	1,9	1,8	2,0	4,5	-	-	
2012 Ago	121,9	2,7	2,2	1,0	0,3	0,9	2,1	1,6	2,1	7,9	-	-	

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

% del total	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones ⁶⁾	Impor- taciones ⁶⁾	
		Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	2,0	2,6	2,7	2,7	2,3	2,4	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,3	1,0	-0,1	-0,4	2,0	-0,3	-3,5	-6,3	
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,2	0,8	1,5	1,7	0,7	0,9	3,1	5,0	
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,5	1,2	2,0	2,5	1,0	2,0	3,6	5,7	
2011 III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,6	0,3	109,6	1,2	2,0	2,4	1,1	2,1	3,1	5,2	
2011 IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,3	-6,0	109,9	1,3	2,0	2,5	1,3	2,0	2,7	4,6	
2012 I	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,7	-5,6	110,3	1,2	1,7	2,3	0,9	2,0	1,9	3,1	
2012 II	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,7	1,3	1,7	2,0	0,9	1,6	1,5	2,4	
2012 III	87,3	5,2	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6									
2012 Abr	91,4	-3,8	-5,1	-3,1	-2,5	0,3	-4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
2012 May	86,0	-0,3	-2,9	1,1	2,4	5,3	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
2012 Jun	76,4	0,8	-2,1	2,3	3,4	6,7	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
2012 Jul	83,4	4,7	11,6	1,3	7,1	17,4	-0,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
2012 Ago	90,5	6,5	11,6	3,9	8,6	16,3	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
2012 Sep	88,0	4,6	8,0	2,9	7,7	14,2	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	

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 rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios ¹⁾												
2010	109,3	-0,9	4,8	-7,6	2,8	-1,0	-0,8	0,7	3,1	0,9	0,9	1,7
2011	110,4	1,0	-2,5	-0,2	0,7	0,9	2,9	0,9	4,3	2,9	0,8	1,3
2011 III	110,4	1,1	-3,8	-0,2	0,1	1,8	3,2	-0,1	3,5	2,8	1,0	1,2
2011 IV	111,2	1,5	-2,8	1,9	-1,2	1,7	3,9	-0,8	4,3	3,5	0,7	1,3
2012 I	111,6	1,5	-2,8	2,7	0,7	1,8	4,0	0,3	1,9	2,3	0,7	1,5
2012 II	112,1	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por asalariado												
2010	111,6	1,7	2,5	3,8	1,7	1,8	2,7	2,0	3,1	0,8	0,9	1,2
2011	114,1	2,2	2,0	3,2	3,8	2,1	2,2	1,1	2,5	2,9	1,2	1,2
2011 III	114,3	2,2	1,8	3,0	3,1	2,2	2,2	1,3	3,2	3,0	1,5	1,1
2011 IV	115,0	2,2	1,6	2,2	4,4	2,3	2,2	-0,2	1,8	3,5	1,6	2,0
2012 I	115,7	1,9	1,4	2,1	3,0	2,1	2,6	1,0	2,5	2,7	1,3	2,0
2012 II	116,0	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾												
2010	102,1	2,5	-2,2	12,3	-1,1	2,8	3,5	1,3	0,0	-0,1	0,0	-0,5
2011	103,4	1,2	4,5	3,4	3,1	1,2	-0,6	0,2	-1,7	0,0	0,4	-0,1
2011 III	103,5	1,0	5,9	3,2	3,0	0,4	-0,9	1,4	-0,3	0,2	0,5	-0,1
2011 IV	103,4	0,7	4,6	0,3	5,7	0,6	-1,6	0,7	-2,4	-0,1	0,8	0,7
2012 I	103,7	0,4	4,3	-0,7	2,3	0,3	-1,4	0,7	0,6	0,4	0,6	0,5
2012 II	103,5	0,2	2,7	-0,8	2,9	0,1	-1,5	2,0	-0,6	-0,6	0,6	0,0
Remuneración por hora trabajada												
2010	113,6	1,1	0,8	1,1	2,0	1,5	1,9	1,6	2,3	0,0	0,8	1,3
2011	116,0	2,1	-0,2	2,4	4,2	2,3	2,2	0,8	1,9	2,7	1,4	1,7
2011 III	116,1	2,2	0,1	2,6	3,7	2,2	2,2	0,9	1,9	2,9	1,8	1,8
2011 IV	117,0	2,2	-0,3	2,4	5,4	2,3	1,9	-0,7	2,4	3,1	1,3	2,0
2012 I	117,3	2,1	4,4	1,7	4,2	2,3	3,0	1,6	5,3	3,2	1,0	2,3
2012 II	118,1	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾												
2010	104,1	2,0	-2,8	9,4	-1,1	2,4	2,8	0,8	-1,0	-0,8	-0,1	-0,2
2011	105,4	1,3	3,5	2,9	3,3	1,6	-0,6	-0,1	-2,4	-0,1	0,5	0,4
2011 III	105,6	1,2	5,7	3,1	3,2	0,6	-1,1	1,0	-1,5	0,2	0,8	0,3
2011 IV	105,7	0,8	3,6	0,5	6,3	0,9	-1,6	0,4	-2,0	-0,3	0,6	0,7
2012 I	105,7	0,7	5,5	-0,9	3,4	0,8	-1,1	1,2	2,5	0,8	0,2	0,7
2012 II	105,9	0,3	3,3	-1,3	4,6	0,3	-1,6	2,9	0,4	-0,3	0,2	0,2

5. Índices de costes laborales ³⁾

	Total (índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2010	104,3	1,6	1,4	2,2	1,2	1,7	1,9	1,7
2011	106,5	2,1	2,0	2,7	3,0	2,5	2,5	2,0
2011 III	104,0	2,2	2,0	2,8	2,8	2,6	2,5	2,1
2011 IV	113,0	2,2	2,1	2,6	3,3	3,0	2,5	2,0
2012 I	100,3	1,5	1,5	1,4	1,4	1,2	1,8	2,0
2012 II	112,0	1,6	1,7	1,2	2,3	2,1	1,9	2,2

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, ganadería, silvicultura, y pesca. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.
- 4) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>									
2008	9.244,5	9.157,3	5.209,0	1.898,2	1.988,3	61,7	87,2	3.885,8	3.798,6
2009	8.923,5	8.806,3	5.138,3	1.987,1	1.728,8	-47,9	117,2	3.286,4	3.169,2
2010	9.181,0	9.057,8	5.277,0	2.017,3	1.742,0	21,4	123,2	3.767,0	3.643,8
2011	9.425,3	9.286,7	5.414,7	2.033,1	1.802,9	36,1	138,6	4.142,5	4.003,9
2011 II	2.355,4	2.328,0	1.349,2	508,3	450,6	20,0	27,4	1.027,1	999,6
III	2.363,5	2.325,6	1.357,7	508,2	450,8	8,9	37,8	1.046,3	1.008,5
IV	2.361,1	2.314,5	1.359,5	509,6	450,1	-4,8	46,7	1.047,4	1.000,7
2012 I	2.368,7	2.319,2	1.364,7	512,3	447,8	-5,6	49,5	1.062,5	1.013,0
II	2.374,7	2.318,6	1.365,4	513,2	443,9	-3,9	56,1	1.077,4	1.021,3
<i>porcentaje del PIB</i>									
2011	100,0	98,5	57,4	21,6	19,1	0,4	1,5	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2011 II	0,2	0,1	-0,4	0,0	-0,2	-	-	0,6	0,2
III	0,1	-0,4	0,2	-0,2	-0,4	-	-	1,5	0,5
IV	-0,3	-0,9	-0,5	0,0	-0,5	-	-	-0,2	-1,4
2012 I	0,0	-0,4	-0,2	0,2	-1,3	-	-	0,7	-0,2
II	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	-0,8	-	-	1,3	0,9
<i>tasas de variación interanual</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,1	1,0
2009	-4,4	-3,8	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,4	-11,0
2010	2,0	1,3	1,0	0,8	-0,1	-	-	11,1	9,5
2011	1,4	0,5	0,1	-0,2	1,4	-	-	6,1	4,0
2011 II	1,6	0,9	0,3	0,0	1,3	-	-	6,1	4,5
III	1,3	0,4	0,2	-0,4	0,7	-	-	5,7	3,5
IV	0,6	-0,7	-0,8	-0,3	0,8	-	-	3,4	0,4
2012 I	0,0	-1,6	-1,0	0,0	-2,4	-	-	2,6	-0,9
II	-0,5	-2,1	-0,7	0,1	-3,0	-	-	3,4	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2011 II	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	-	-
III	0,1	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,4	-	-
IV	-0,3	-0,9	-0,3	0,0	-0,1	-0,5	0,5	-	-
2012 I	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,4	-	-
II	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,4	-3,7	-0,6	0,5	-2,8	-0,9	-0,7	-	-
2010	2,0	1,3	0,6	0,2	0,0	0,6	0,7	-	-
2011	1,4	0,5	0,1	0,0	0,3	0,2	0,9	-	-
2011 II	1,6	0,9	0,1	0,0	0,2	0,5	0,7	-	-
III	1,3	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,9	-	-
IV	0,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,2	-0,3	1,3	-	-
2012 I	0,0	-1,6	-0,6	0,0	-0,5	-0,6	1,5	-	-
II	-0,5	-2,0	-0,4	0,0	-0,6	-1,1	1,6	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comu- 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
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2008	8.299,3	142,2	1.651,8	561,6	1.595,9	356,8	385,4	931,0	860,1	1.521,8	292,6	945,2
2009	8.030,0	124,5	1.469,1	534,1	1.540,2	360,9	415,4	903,3	803,1	1.582,2	297,2	893,5
2010	8.239,9	136,9	1.579,6	507,5	1.581,4	362,2	426,6	917,8	814,2	1.611,6	302,2	941,1
2011	8.451,7	142,6	1.649,3	511,7	1.634,8	360,1	424,5	947,0	841,4	1.633,6	306,8	973,6
2011 II	2.110,7	35,9	412,8	127,6	406,9	89,9	105,8	236,8	210,2	408,7	76,1	244,8
III	2.118,6	35,2	414,1	127,4	410,2	90,1	106,6	237,9	211,0	409,1	76,8	244,9
IV	2.118,9	35,6	410,0	128,1	411,8	89,7	106,1	238,7	211,9	409,4	77,5	242,2
2012 I	2.124,8	36,7	410,6	127,0	411,4	89,6	107,0	238,9	213,1	412,4	78,1	243,9
II	2.129,9	37,0	412,8	126,9	411,2	89,2	106,3	240,6	213,3	414,9	77,8	244,8
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2011	100,0	1,7	19,5	6,1	19,3	4,3	5,0	11,2	10,0	19,3	3,6	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2011 II	0,2	0,7	0,3	-1,1	0,2	0,0	-0,2	0,7	0,7	0,4	-0,4	0,3
III	0,1	0,7	0,0	-0,7	0,1	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,6	-0,2
IV	-0,3	-0,1	-1,6	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,9
2012 I	0,0	1,7	0,1	-1,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,3	0,1
II	-0,1	-0,4	-0,3	-0,7	-0,4	-0,1	0,6	0,1	-0,4	0,4	-0,7	-0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2008	0,6	2,0	-2,3	-1,1	0,9	2,7	1,3	1,2	1,6	2,0	1,8	-1,3
2009	-4,5	0,7	-13,1	-7,5	-4,7	1,7	0,8	0,4	-7,6	1,2	-0,4	-4,2
2010	2,1	-3,1	9,1	-4,9	2,1	2,2	0,5	-0,4	1,5	1,0	0,4	1,0
2011	1,5	2,0	3,5	-1,0	1,8	1,1	-0,1	1,2	2,6	0,6	0,1	0,4
2011 II	1,7	1,9	4,5	-2,1	2,1	1,2	-1,1	1,3	3,1	0,6	-0,7	0,6
III	1,5	3,5	3,6	-1,5	1,3	1,0	1,1	1,1	2,2	0,6	0,2	-0,4
IV	0,8	1,7	0,4	0,3	0,9	0,5	0,6	1,2	1,9	0,7	0,5	-1,3
2012 I	0,0	3,0	-1,2	-2,9	0,1	0,2	0,2	1,4	0,6	0,4	0,8	-0,7
II	-0,3	1,9	-1,7	-2,5	-0,5	0,2	1,1	0,8	-0,4	0,5	0,6	-1,6
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2011 II	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
III	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2012 I	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-
II	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,5	0,0	-2,6	-0,5	-0,9	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,2	0,0	-
2010	2,1	0,0	1,7	-0,3	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
2011 II	1,7	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-
III	1,5	0,1	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
IV	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2012 I	0,0	0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
II	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción								Construcción	
	% del total en 2005	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	Total
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	-13,7	90,5	-14,9	-15,9	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,4	-8,0
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0
2011	2,4	100,5	3,4	4,6	4,6	4,0	8,8	0,5	0,7	0,5	-4,4	-0,9
2011 III	3,5	101,4	3,8	4,6	4,6	3,6	9,6	0,5	2,2	0,3	-2,6	1,9
2011 IV	0,0	99,3	-0,2	0,9	1,0	-0,4	3,8	-0,7	-2,9	-0,3	-7,7	2,1
2012 I	-2,5	98,8	-1,8	-1,5	-1,4	-3,1	1,7	-3,0	-5,1	-2,7	-3,5	-6,4
2012 II	-3,2	98,3	-2,4	-2,8	-2,8	-4,1	-1,2	-3,0	-5,3	-2,7	1,2	-5,8
2012 Feb	-3,6	99,1	-1,8	-2,6	-2,6	-4,6	1,0	-4,7	-5,7	-4,5	3,8	-14,9
2012 Mar	-2,0	99,0	-1,7	-1,1	-0,9	-2,8	2,5	-2,4	-6,1	-1,9	-6,4	-2,8
2012 Abr	-3,4	97,9	-2,6	-3,3	-3,4	-4,6	-1,0	-4,2	-6,9	-3,8	2,6	-6,0
2012 May	-3,9	98,8	-2,6	-2,9	-3,1	-3,9	-1,8	-2,6	-6,5	-2,1	-0,5	-8,0
2012 Jun	-2,4	98,3	-2,0	-2,3	-2,0	-3,7	-0,8	-2,2	-2,5	-2,2	1,3	-2,7
2012 Jul	-3,6	98,9	-2,8	-2,7	-2,6	-4,0	-1,7	-3,5	-10,4	-2,5	0,0	-6,0
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>											
2012 Feb	-0,9	-	0,7	-0,5	-0,5	-1,3	0,9	-1,3	-1,6	-1,3	8,0	-9,5
2012 Mar	0,9	-	-0,1	1,1	1,1	1,0	1,2	1,4	-0,1	1,6	-8,4	10,9
2012 Abr	-1,1	-	-1,1	-1,9	-1,9	-1,3	-2,9	-1,1	-1,0	-1,7	5,3	-3,4
2012 May	0,1	-	0,9	1,2	0,9	0,6	1,2	1,3	0,3	2,0	-1,2	0,2
2012 Jun	-0,4	-	-0,6	-0,7	-0,8	-0,5	-1,2	-0,6	0,3	-0,9	1,3	-0,5
2012 Jul	0,3	-	0,6	1,0	0,8	0,3	2,1	-0,7	-0,8	-0,4	-1,1	0,0

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

	Nuevos pedidos ¹⁾		Cifra de negocios		Ventas al por menor, incluido combustible para vehículos de motor								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ³⁾	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		Combustible			
									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	87,4	-22,8	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	924	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,6	838	-1,1
2011 III	110,9	5,4	115,7	8,8	1,8	101,2	-0,5	-0,9	0,1	-2,1	-0,1	-4,4	823	2,9
2011 IV	108,6	-0,6	114,6	4,0	0,9	100,0	-1,4	-1,7	-0,9	-4,2	-0,4	-4,0	829	-1,8
2012 I	108,2	-3,9	115,1	1,1	1,1	100,2	-1,1	-1,0	-0,6	-0,7	-2,2	-5,6	775	-11,4
2012 II	.	.	113,9	-0,7	0,0	99,6	-1,7	-1,6	-1,4	-5,9	-2,0	-4,8	770	-6,8
2012 Abr	.	.	114,1	-1,0	-1,7	98,9	-3,5	-3,4	-3,0	-12,1	-2,5	-6,9	764	-7,7
2012 May	.	.	114,4	-0,9	1,0	99,8	-0,8	-0,2	-0,6	-1,9	-1,6	-4,8	771	-6,6
2012 Jun	.	.	113,2	-0,3	0,8	99,9	-0,9	-1,2	-0,7	-3,2	-1,7	-2,8	776	-6,0
2012 Jul	.	.	114,3	0,3	-0,3	99,8	-1,6	-1,7	-1,0	-3,6	-3,6	-6,3	697	-15,3
2012 Ago	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	738	-9,8
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2012 Abr	-	-	-	-1,2	-1,4	-	-1,4	-0,4	-1,8	-8,1	-0,1	-1,7	-	-4,3
2012 May	-	-	-	0,3	1,0	-	0,9	0,5	1,3	6,0	-0,2	1,5	-	0,8
2012 Jun	-	-	-	-1,0	0,1	-	0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,6	2,0	-	0,7
2012 Jul	-	-	-	0,9	-0,1	-	-0,1	-0,7	0,6	-0,8	-1,1	-1,5	-	-10,2
2012 Ago	-	-	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	5,8

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) Tras la modificación del Reglamento relativo a las estadísticas coyunturales (véanse las Notas generales), se han dejado de elaborar las estadísticas de nuevos pedidos industriales de la zona del euro; las últimas cifras publicadas por Eurostat corresponden a marzo de 2012.

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,6	0,8	11,1	76,8	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,3	80,4	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 III	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,1	-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
2012 I	94,1	-6,6	-15,8	6,2	2,1	79,8	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
II	91,1	-11,1	-22,9	6,8	-3,5	78,8	-19,7	-10,4	-24,4	32,6	-11,2
III	86,3	-15,5	-29,4	8,2	-8,8	.	-24,0	-11,9	-30,5	40,9	-12,7
2012 Abr	92,8	-9,0	-19,3	6,1	-1,6	79,7	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7
May	90,5	-11,4	-23,7	7,2	-3,5	-	-19,3	-10,8	-23,7	30,8	-11,8
Jun	89,9	-12,8	-25,8	7,1	-5,5	-	-19,8	-10,0	-25,6	33,4	-10,2
Jul	87,9	-15,1	-28,3	9,2	-7,6	77,8	-21,5	-10,3	-27,9	36,5	-11,2
Ago	86,1	-15,4	-29,4	8,3	-8,6	-	-24,6	-11,8	-31,0	43,0	-12,7
Sep	85,0	-16,1	-30,6	7,2	-10,3	-	-25,9	-13,6	-32,7	43,1	-14,3

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 III	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
IV	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 I	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
II	-28,6	-33,4	-23,7	-14,5	-18,5	14,7	-10,5	-5,0	-11,0	-4,8	0,9
III	-31,2	-38,3	-24,0	-16,9	-22,1	14,5	-14,2	-10,4	-15,8	-11,5	-4,0
2012 Abr	-27,5	-30,9	-24,0	-11,1	-11,8	12,9	-8,5	-2,4	-8,1	-2,3	3,2
May	-30,2	-35,0	-25,4	-18,1	-24,4	16,9	-13,1	-5,2	-11,1	-4,5	0,2
Jun	-28,1	-34,3	-21,8	-14,4	-19,2	14,2	-9,8	-7,4	-13,9	-7,6	-0,7
Jul	-28,5	-35,1	-21,8	-15,0	-18,9	14,2	-11,9	-8,5	-13,7	-9,1	-2,8
Ago	-33,1	-38,7	-27,5	-17,2	-22,8	14,2	-14,7	-10,8	-16,6	-11,5	-4,4
Sep	-31,9	-41,1	-22,7	-18,6	-24,6	15,1	-16,0	-12,0	-17,1	-14,0	-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 a partir de 1990.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	147.026	125.966	21.060	5.055	23.202	9.952	36.100	4.030	4.061	1.314	18.096	34.436	10.780
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2011	100,0	85,7	14,3	3,4	15,8	6,8	24,6	2,7	2,8	0,9	12,3	23,4	7,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,4	-1,6	-0,7	0,4	-3,6	-2,6	1,2	1,0
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-2,9	-3,8	-0,7	-1,2	-0,8	-0,4	1,7	1,0	0,9
2011	0,2	0,4	-0,9	-2,5	0,1	-4,0	0,6	1,7	-0,3	3,0	2,6	0,1	0,2
2011 III	0,3	0,5	-1,1	-2,2	0,4	-4,4	0,9	2,0	-0,2	1,4	2,0	0,1	0,3
2011 IV	-0,1	0,1	-1,3	-2,7	0,0	-5,1	0,2	2,2	0,0	3,7	1,9	-0,1	-0,2
2012 I	-0,5	-0,3	-1,1	-1,3	-0,5	-5,1	-0,2	1,6	-0,4	0,8	0,3	-0,1	0,4
2012 II	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	-0,9	-5,2	-0,6	1,7	-0,9	1,4	0,2	-0,2	0,5
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 III	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	0,1	-1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,2
2011 IV	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-1,8	-0,4	0,6	0,1	2,4	0,3	-0,2	0,2
2012 I	-0,3	-0,4	0,4	0,0	-0,3	-1,5	-0,3	0,7	0,0	-1,2	-0,6	-0,1	0,6
2012 II	0,0	0,1	-0,5	0,5	-0,4	-0,6	0,2	0,6	-0,8	0,7	0,7	0,1	-0,5
Horas trabajadas													
<i>nivel (millones)</i>													
2011	232.753	187.515	45.238	10.590	36.890	17.643	60.646	6.482	6.441	2.044	27.738	49.104	15.175
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2011	100,0	80,6	19,4	4,5	15,8	7,6	26,1	2,8	2,8	0,9	11,9	21,1	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,0	-9,0	-7,4	-2,9	-1,2	-1,0	-3,8	-3,7	0,9	-0,5
2010	0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-3,8	-0,3	-0,6	-0,3	0,6	2,3	1,1	0,6
2011	0,1	0,5	-1,2	-1,5	0,6	-4,1	0,2	1,7	0,0	3,6	2,7	0,1	-0,3
2011 III	0,1	0,4	-1,3	-2,1	0,5	-4,5	0,7	2,1	0,1	2,6	2,1	-0,2	-0,1
2011 IV	-0,2	0,1	-1,5	-1,8	-0,2	-5,6	0,0	2,2	0,3	3,3	2,2	0,1	-0,2
2012 I	-0,8	-0,6	-1,6	-2,4	-0,2	-6,1	-0,7	1,3	-1,0	-1,0	-0,1	0,2	0,1
2012 II	-0,8	-0,7	-1,0	-1,4	-0,4	-6,7	-0,8	1,8	-1,8	0,4	-0,1	0,2	0,4
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 III	0,0	0,0	-0,3	-0,5	0,3	-1,5	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,7
2011 IV	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-2,7	-0,7	0,6	-0,3	0,9	0,4	0,1	0,0
2012 I	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,2	-0,5	-0,3	0,8	-0,2	-1,5	-0,6	0,3	0,8
2012 II	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-2,2	0,1	0,3	-1,4	0,9	0,3	-0,2	-1,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	1.583	1.489	2.148	2.095	1.590	1.773	1.680	1.608	1.586	1.556	1.533	1.426	1.408
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,6	-1,8	-0,9	-0,9	-4,2	-1,1	-1,3	-0,5	-1,4	-0,2	-1,2	-0,3	-1,5
2010	0,6	0,6	0,4	0,6	2,6	0,0	0,4	0,6	0,5	1,0	0,7	0,2	-0,3
2011	-0,1	0,0	-0,3	1,0	0,5	-0,2	-0,4	-0,1	0,3	0,6	0,1	-0,1	-0,5
2011 III	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,4	1,3	0,1	-0,3	-0,4
2011 IV	-0,1	0,0	-0,2	0,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	0,3	-0,4	0,3	0,2	0,0
2012 I	-0,3	-0,2	-0,5	-1,1	0,3	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	-1,8	-0,4	0,3	-0,2
2012 II	-0,2	-0,2	-0,1	-0,6	0,5	-1,6	-0,2	0,1	-0,9	-1,0	-0,3	0,4	-0,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 III	-1,2	-1,0	-1,8	-0,2	-1,7	-1,1	-1,6	0,1	-0,8	0,7	-1,9	-1,0	-0,4
2011 IV	2,8	3,2	1,3	-1,9	3,9	0,2	2,7	3,2	3,4	1,0	5,7	3,3	1,9
2012 I	1,0	1,2	-1,0	-2,3	1,3	0,1	0,7	1,8	2,0	1,1	-0,1	2,6	0,8
2012 II	-2,8	-3,7	1,2	3,9	-3,3	-1,0	-2,1	-5,0	-5,3	-3,1	-4,1	-4,6	-2,0

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

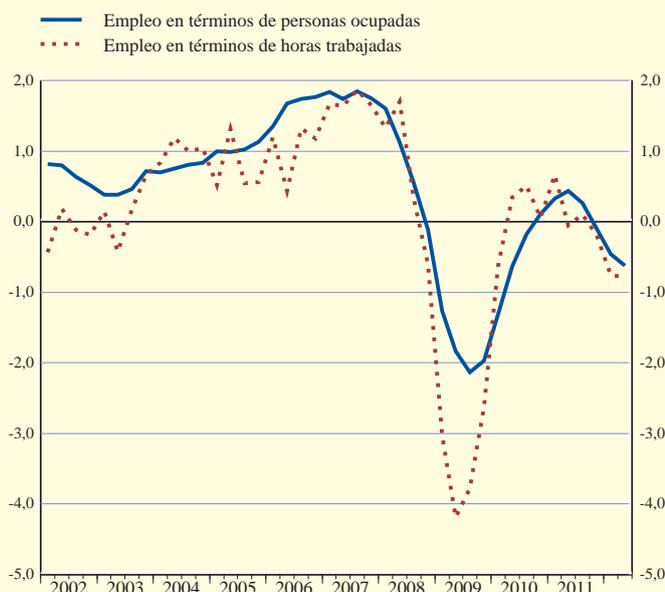
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

2. Desempleo y vacantes ¹⁾

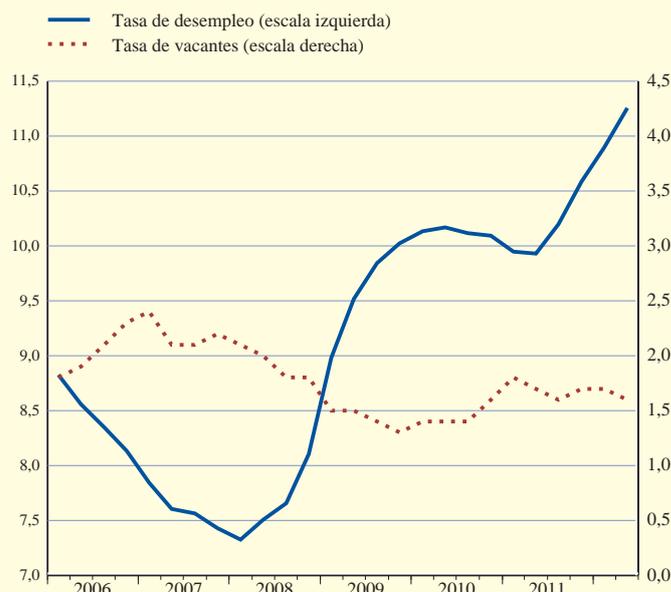
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,968	7,6	9,293	6,6	2,675	16,0	6,044	7,0	5,924	8,5	1,9
2009	15,047	9,6	11,765	8,4	3,283	20,3	8,142	9,4	6,906	9,8	1,4
2010	15,921	10,1	12,652	8,9	3,269	20,9	8,592	10,0	7,328	10,3	1,5
2011	16,036	10,2	12,835	9,0	3,201	20,8	8,546	9,9	7,490	10,5	1,7
2011 II	15,654	9,9	12,514	8,8	3,140	20,4	8,345	9,7	7,309	10,2	1,7
III	16,099	10,2	12,905	9,1	3,194	20,8	8,552	9,9	7,548	10,5	1,6
IV	16,754	10,6	13,452	9,4	3,302	21,6	8,954	10,4	7,800	10,8	1,7
2012 I	17,264	10,9	13,895	9,7	3,368	22,2	9,234	10,7	8,030	11,1	1,7
II	17,892	11,3	14,480	10,1	3,412	22,6	9,636	11,1	8,256	11,4	1,6
2012 Mar	17,478	11,0	14,078	9,8	3,400	22,5	9,365	10,8	8,113	11,2	-
Abr	17,709	11,2	14,301	10,0	3,408	22,5	9,528	11,0	8,181	11,3	-
May	17,891	11,3	14,466	10,1	3,425	22,7	9,640	11,1	8,251	11,4	-
Jun	18,076	11,4	14,673	10,2	3,403	22,7	9,740	11,2	8,336	11,5	-
Jul	18,162	11,4	14,751	10,2	3,411	22,9	9,773	11,3	8,389	11,6	-
Ago	18,196	11,4	14,804	10,3	3,392	22,8	9,790	11,3	8,406	11,6	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾



Fuente: Eurostat.

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
												1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,3	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	45,0	12,3	8,7	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,3	0,3	41,3
2007	45,3	45,1	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9
2009	44,9	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,3	0,4	40,6
2010	44,7	44,5	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,6	0,3	0,3	40,4
2011	45,3	45,0	11,9	9,1	2,7	13,0	0,3	15,7	8,2	4,6	2,6	0,3	0,3	40,9

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	48,0	44,1	10,6	5,0	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,3	47,0	11,0	5,7	2,9	27,4	24,3	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	51,0	46,6	10,8	5,7	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,2
2011	49,4	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,4	2,3	1,2	0,0	46,4

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,6	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,3	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

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

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	-1,0	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,6	-3,2	-2,0	-14,0	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,8	-5,6	-4,1	-10,2	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,3	0,2	-31,2	-10,3	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-0,9	-3,7	-5,1	-4,5	-9,8	-6,0	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-1,0	1,0	-13,1	-9,1	-8,5	-5,2	-3,9	-6,3	-0,6	-2,7	-4,7	-2,6	-4,2	-6,4	-4,8	-0,5

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

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

6.2 Deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2002	68,0	2,7	11,9	4,6	48,8	40,9	19,6	10,8	10,5	27,2
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,1	19,8	11,3	9,1	29,1
2004	69,6	2,2	12,1	4,8	50,5	38,7	18,9	11,1	8,7	30,9
2005	70,5	2,4	12,2	4,5	51,3	37,0	18,1	11,2	7,7	33,5
2006	68,6	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	18,3	9,3	7,3	33,8
2007	66,3	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,1	8,5	7,0	33,7
2008	70,1	2,3	11,5	6,5	49,8	33,0	17,7	7,8	7,5	37,1
2009	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5	37,2	20,7	8,9	7,6	42,7
2010	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2	40,5	23,4	9,7	7,3	44,9
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,5	23,8	10,5	8,3	44,7

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,3	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,6	29,4	35,3	85,7	1,6

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

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

- 1) 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 inter-gubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- 2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,1	1,1	-0,6	4,2
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,3
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,2	1,0	1,0	1,1

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾												
		Total	Operaciones con los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2003	3,1	-3,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Fuente: BCE.

- Los datos son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2006 I	42,5	42,0	10,4	12,8	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	38,6
II	45,6	45,1	12,5	13,1	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
III	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,3	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,1	48,5	14,4	14,1	15,8	2,5	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,1	41,8	10,4	12,8	14,8	2,1	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,9	45,4	13,0	13,1	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,3
III	43,6	43,1	12,3	12,3	14,7	2,3	0,7	0,5	0,3	39,6
IV	49,3	48,7	14,8	13,8	15,7	2,6	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,3	42,0	10,8	12,3	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,2	44,9	12,9	12,4	15,1	2,2	1,5	0,4	0,3	40,6
III	43,4	43,0	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,9	48,4	13,9	13,4	16,4	2,7	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,3	42,2	10,4	12,0	15,6	2,3	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,4	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,8	42,5	11,0	11,9	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,7
IV	48,7	47,9	13,0	13,6	16,4	2,8	1,0	0,8	0,5	43,5
2010 I	42,1	41,9	10,1	12,2	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,1
II	45,1	44,7	11,9	12,8	15,4	2,5	1,3	0,4	0,3	40,4
III	42,9	42,6	10,9	12,4	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
IV	48,5	47,8	13,2	13,4	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,8	42,6	10,6	12,4	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,7
II	45,1	44,8	12,0	12,6	15,4	2,5	1,4	0,3	0,3	40,3
III	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,6	0,8	0,3	0,3	39,6
IV	49,3	48,3	13,3	13,4	16,7	2,9	1,0	1,0	0,4	43,8
2012 I	43,0	42,8	10,9	12,4	15,3	2,4	0,9	0,2	0,2	38,9

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

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subven- ciones	Inversión			Transf. de capital
2006 I	45,8	42,3	10,1	4,3	3,0	25,0	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,3	-0,3
II	45,7	42,3	10,4	4,7	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,1	3,0
III	45,4	41,8	9,8	4,8	2,9	24,2	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,8	1,2
IV	49,6	44,7	10,8	6,1	2,7	25,0	21,3	1,3	4,9	2,7	2,2	-0,4	2,3
2007 I	44,8	41,3	9,9	4,3	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,3
II	44,9	41,5	10,1	4,6	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,9	4,1
III	44,7	41,1	9,6	4,8	2,9	23,8	20,5	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,8
IV	49,3	44,8	10,8	6,1	2,8	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,8
2008 I	45,3	41,8	9,9	4,4	3,1	24,5	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,1	0,0
II	45,9	42,3	10,3	4,8	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
III	45,8	42,1	9,7	5,0	3,0	24,3	21,1	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,4	46,8	11,2	6,5	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,3
2009 I	49,4	45,5	10,7	4,9	2,9	27,0	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,0	-4,1
II	50,6	46,4	11,1	5,4	3,0	26,9	23,4	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
III	50,1	46,1	10,5	5,6	2,9	27,1	23,5	1,3	4,0	2,8	1,1	-7,3	-4,4
IV	54,6	49,7	11,8	6,9	2,6	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,9	-3,3
2010 I	50,4	46,5	10,8	4,9	2,8	28,0	23,7	1,4	3,9	2,3	1,5	-8,2	-5,5
II	49,5	46,0	11,0	5,3	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,4	-1,4
III	50,5	45,3	10,2	5,5	2,8	26,8	23,1	1,3	5,2	2,5	2,6	-7,6	-4,9
IV	53,3	48,6	11,4	6,8	2,7	27,6	23,6	1,5	4,7	2,7	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,4	45,4	10,5	4,7	3,0	27,2	23,2	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,6	-2,7
II	48,4	45,2	10,6	5,1	3,2	26,3	22,9	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
III	48,2	44,8	10,0	5,3	3,0	26,4	22,9	1,2	3,4	2,3	1,1	-4,5	-1,5
IV	52,4	48,6	11,3	6,7	3,0	27,6	23,6	1,4	3,8	2,5	1,5	-3,1	-0,1
2012 I	48,3	45,6	10,3	4,7	3,1	27,4	23,3	1,2	2,6	1,9	0,8	-5,3	-2,1

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

- 1) 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.
- 2) 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

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2009 II	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
III	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
IV	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 I	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
II	82,9	2,4	13,4	7,8	59,3
III	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
IV	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 I	86,2	2,4	15,1	7,4	61,3
II	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
III	86,7	2,4	15,0	7,8	61,5
IV	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 I	89,3	2,5	16,9	7,6	62,3

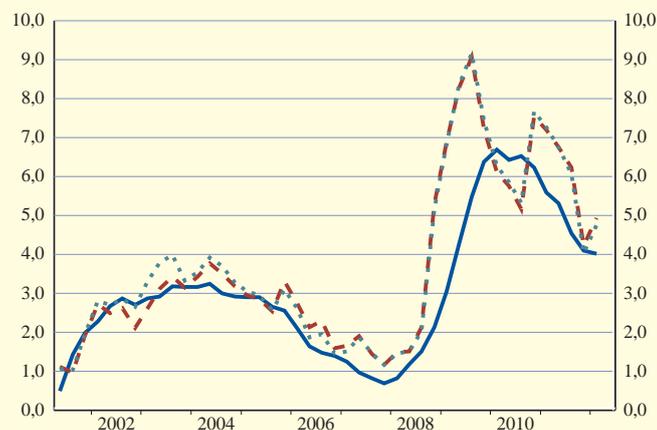
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2009 II	9,2	-5,4	3,9	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	1,0	9,6
III	5,1	-7,3	-2,2	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,4	4,8
IV	2,1	-5,9	-3,8	-2,7	-2,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,8	2,4
2010 I	8,2	-8,2	0,0	0,8	0,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,5	8,5
II	7,7	-4,4	3,3	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,1	7,8
III	2,8	-7,6	-4,8	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,9	2,8
IV	11,3	-4,8	6,5	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	-0,1	0,9	11,4
2011 I	6,8	-5,6	1,2	0,8	2,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	0,5	6,9
II	6,0	-3,3	2,7	2,4	2,8	0,5	-0,4	-0,5	0,2	0,0	5,8
III	0,8	-4,5	-3,7	-3,5	-3,7	-0,3	0,1	0,3	0,7	-0,8	0,1
IV	3,4	-3,1	0,4	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,3	0,0	1,0	3,4
2012 I	9,6	-5,3	4,4	4,9	4,1	1,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	9,8

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

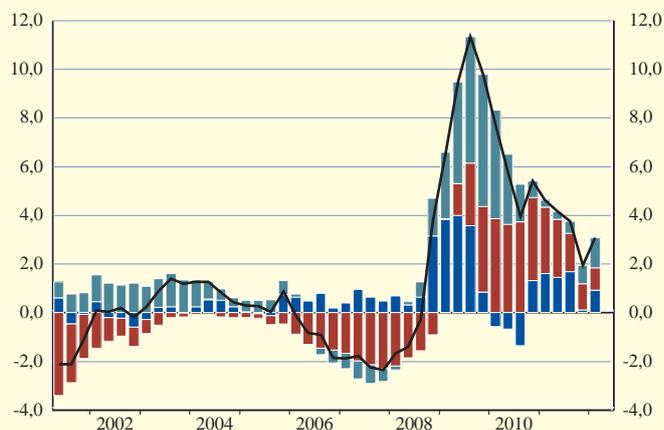
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



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) El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

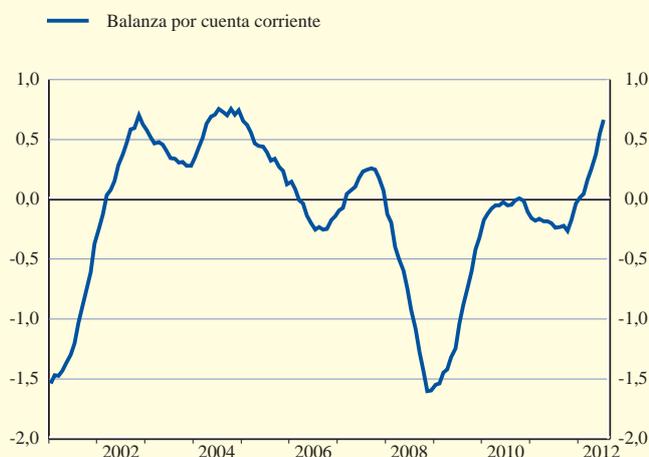
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-2,3	4,9	63,6	32,5	-103,3	10,7	8,4	-20,8	-148,7	305,6	-21,5	-145,9	-10,2	12,3
2011 II	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
III	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
IV	34,9	14,6	19,7	20,6	-20,0	5,9	40,8	-40,2	-54,9	-4,5	-9,9	35,8	-6,8	-0,6
2012 I	-6,0	5,3	15,1	12,0	-38,5	1,9	-4,1	3,3	-5,3	-77,1	-5,4	92,7	-1,6	0,8
II	15,4	25,1	20,6	-6,1	-24,2	2,3	17,7	-14,2	-19,3	77,1	-5,9	-57,2	-8,9	-3,5
2011 Jul	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
Ago	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
Sep	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
Oct	3,7	0,6	6,7	6,3	-9,9	1,8	5,5	1,4	-5,6	-2,7	-1,6	12,3	-1,1	-6,9
Nov	9,1	5,5	5,3	5,8	-7,5	2,6	11,6	-19,6	-45,0	37,6	-3,8	-8,2	-0,2	7,9
Dic	22,1	8,4	7,8	8,5	-2,6	1,6	23,6	-22,0	-4,3	-39,4	-4,5	31,7	-5,4	-1,6
2012 Ene	-12,4	-8,1	3,1	2,0	-9,4	0,2	-12,1	22,2	3,6	-43,5	-5,5	68,1	-0,5	-10,0
Feb	-3,4	3,3	5,3	5,2	-17,1	1,8	-1,6	4,4	-0,2	8,7	4,2	-6,6	-1,8	-2,7
Mar	9,8	10,2	6,7	4,9	-11,9	-0,1	9,6	-23,2	-8,8	-42,2	-4,1	31,2	0,6	13,6
Abr	1,3	5,4	5,4	-0,8	-8,7	0,4	1,7	-1,8	-9,6	1,3	2,2	7,2	-2,9	0,1
May	-3,2	5,5	7,2	-8,0	-8,0	1,5	-1,8	-0,2	9,9	26,7	-6,2	-29,1	-1,5	1,9
Jun	17,4	14,2	8,0	2,7	-7,5	0,4	17,8	-12,2	-19,7	49,2	-1,9	-35,3	-4,5	-5,6
Jul	15,9	12,5	8,5	2,4	-7,4	0,2	16,2	-6,0	-6,7	24,3	-2,4	-21,7	0,5	-10,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 Jul	59,6	56,2	76,4	35,0	-108,0	12,2	71,8	-47,4	-88,0	78,8	-38,7	12,5	-11,9	-24,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 Jul	0,6	0,6	0,8	0,4	-1,1	0,1	0,8	-0,5	-0,9	0,8	-0,4	0,1	-0,1	-0,3

G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

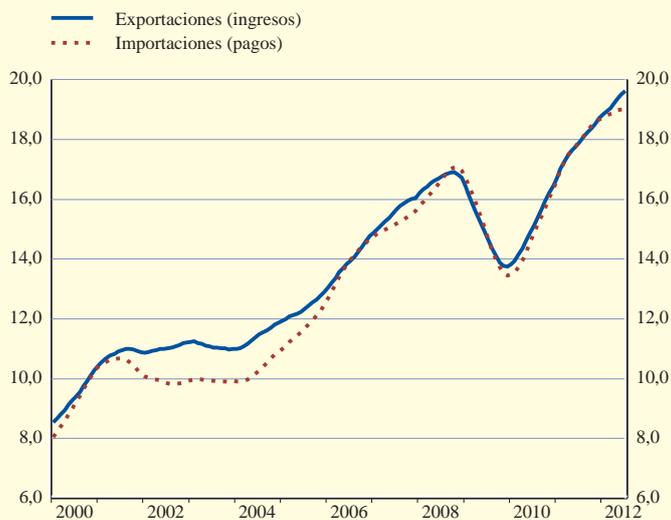
(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Rembesas de trabajadores			Rembesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	2.307,2	2.329,2	-21,9	1.304,1	1.272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2.657,8	2.664,6	-6,8	1.566,8	1.551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2.940,8	2.943,1	-2,3	1.773,6	1.768,7	557,3	493,7	516,6	484,1	93,3	6,5	196,6	23,6	25,8	15,0
2011 II	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
III	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
IV	782,3	747,4	34,9	462,5	448,0	150,9	131,2	135,9	115,4	32,9	1,6	52,9	7,0	11,6	5,6
2012 I	752,6	758,7	-6,0	465,1	459,8	137,2	122,1	124,7	112,7	25,5	1,4	64,1	6,3	5,0	3,1
II	781,4	766,0	15,4	478,2	453,1	147,9	127,3	135,9	141,9	19,5	.	43,7	.	5,3	3,0
2012 May	266,7	270,0	-3,2	161,5	156,0	49,8	42,6	48,5	56,4	7,0	.	15,0	.	2,4	0,9
Jun	271,9	254,6	17,4	165,0	150,8	53,4	45,4	47,4	44,7	6,1	.	13,6	.	1,5	1,1
Jul	266,9	251,0	15,9	164,1	151,6	55,8	47,3	41,0	38,6	6,0	.	13,4	.	1,0	0,8
	Datos desestacionalizados														
2011 IV	756,9	751,1	5,8	452,2	449,7	147,0	127,4	133,7	123,1	24,0	.	50,9	.	.	.
2012 I	772,6	755,7	16,8	471,1	454,3	149,3	127,2	128,1	122,6	24,1	.	51,6	.	.	.
II	782,9	752,8	30,1	481,2	453,4	148,9	130,6	129,1	118,3	23,7	.	50,4	.	.	.
2012 May	265,8	255,5	10,3	162,1	153,9	50,1	43,9	45,8	40,7	7,8	.	17,0	.	.	.
Jun	261,5	247,2	14,3	160,0	147,3	50,8	44,6	42,8	38,9	7,9	.	16,4	.	.	.
Jul	256,7	247,1	9,7	155,4	147,9	50,6	44,3	42,3	40,6	8,5	.	14,3	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2012 Jul	3.061,5	2.998,5	62,9	1.857,2	1.801,4	588,1	511,4	519,8	485,8	96,3	.	199,9	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2012 Jul	32,3	31,7	0,7	19,6	19,0	6,2	5,4	5,5	5,1	1,0	.	2,1	.	.	.

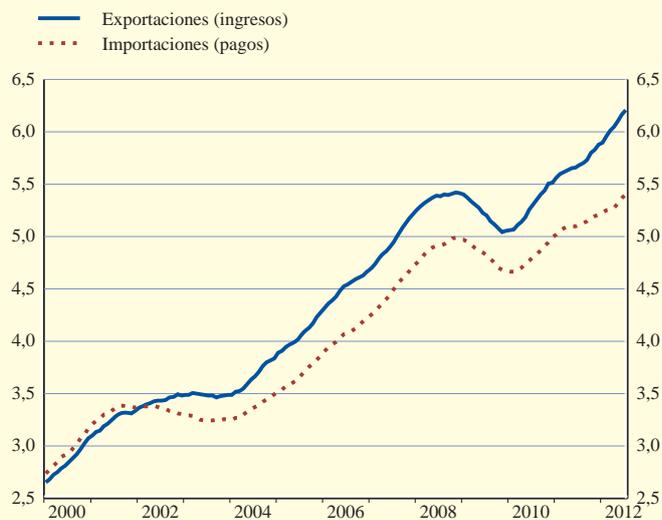
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas

(transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,0	12,3	491,5	471,8	242,2	64,2	152,6	49,9	25,3	23,3	35,8	96,3	102,6	132,3	85,7	67,3
2011 I	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
II	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
III	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
IV	6,9	3,2	129,0	112,2	66,7	13,2	37,3	1,7	7,3	7,4	7,1	16,5	25,3	34,1	22,6	16,9
2012 I	6,8	2,3	118,0	110,4	57,0	24,5	37,3	17,6	6,2	6,0	8,8	17,0	24,3	33,6	21,7	16,6

3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

II 2011 a I 2012	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.995,4	970,6	54,0	92,1	453,3	309,4	61,7	61,5	44,0	153,5	41,3	65,3	110,6	236,8	389,3	922,6
Bienes	1.811,0	571,8	34,2	59,2	234,7	243,5	0,2	31,5	21,3	118,1	31,0	41,0	83,2	128,4	206,1	578,7
Servicios	569,9	175,0	11,6	16,0	108,1	32,6	6,6	9,8	9,9	19,0	7,0	13,5	18,4	57,9	85,5	173,9
Rentas	520,2	161,2	7,0	15,2	99,5	30,3	9,2	19,8	12,1	15,6	3,0	9,9	8,5	41,5	91,3	157,4
Rentas de la inversión	494,5	153,9	6,3	15,0	98,0	29,7	4,9	19,7	11,9	15,6	3,0	9,8	8,5	28,6	89,5	153,9
Transferencias corrientes	94,3	62,6	1,2	1,7	10,9	2,9	45,8	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	9,1	6,5	12,7
Cuenta de capital	25,8	20,7	0,0	0,1	1,3	0,4	19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,7	0,4	3,5
		Pagos														
Cuenta corriente	2.982,5	932,3	48,3	90,5	406,6	276,4	110,5	-	32,1	-	-	98,2	-	197,0	388,4	-
Bienes	1.790,6	497,0	30,7	51,6	189,7	225,0	0,0	31,6	15,0	209,1	28,0	51,4	136,0	101,6	145,3	575,6
Servicios	499,0	145,9	8,7	13,4	86,6	36,9	0,3	5,7	6,8	13,9	6,3	9,4	10,2	43,5	102,8	154,5
Rentas	490,6	166,1	8,0	24,1	118,6	9,7	5,7	-	8,5	-	-	36,7	-	43,8	133,8	-
Rentas de la inversión	478,1	159,8	7,9	24,0	117,0	5,3	5,7	-	8,3	-	-	36,5	-	43,3	132,5	-
Transferencias corrientes	202,3	123,4	0,9	1,5	11,8	4,8	104,5	1,4	1,8	4,2	0,9	0,7	0,6	8,1	6,5	54,6
Cuenta de capital	15,5	2,2	0,3	0,1	1,2	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0	0,6	2,0	9,4
		Neto														
Cuenta corriente	12,9	38,3	5,7	1,6	46,7	33,0	-48,8	-	11,8	-	-	-32,9	-	39,7	0,9	-
Bienes	20,4	74,8	3,5	7,7	45,1	18,5	0,2	0,0	6,2	-91,0	3,0	-10,4	-52,8	26,7	60,9	3,0
Servicios	70,9	29,1	2,8	2,7	21,5	-4,2	6,3	4,1	3,1	5,1	0,7	4,0	8,2	14,4	-17,3	19,4
Rentas	29,6	-4,8	-1,0	-8,9	-19,0	20,6	3,5	-	3,5	-	-	-26,8	-	-2,3	-42,5	-
Rentas de la inversión	16,4	-5,9	-1,6	-9,0	-18,9	24,4	-0,8	-	3,6	-	-	-26,7	-	-14,7	-43,0	-
Transferencias corrientes	-108,0	-60,8	0,4	0,2	-0,8	-1,8	-58,7	-1,1	-1,1	-3,5	-0,6	0,3	-0,1	0,9	-0,1	-42,0
Cuenta de capital	10,3	18,5	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	18,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	-1,5	-5,8

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	154,2	170,0	-15,8	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	165,9	179,3	-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 III	15.558,2	16.782,4	-1.224,2	165,7	178,7	-13,0	5.089,1	3.896,4	4.573,8	7.523,4	-45,9	5.294,5	5.362,6	646,6
2011 IV	15.938,3	17.023,5	-1.085,2	169,1	180,6	-11,5	5.321,0	4.025,7	4.751,0	7.669,2	-19,1	5.218,4	5.328,5	667,1
2012 I	16.303,9	17.344,1	-1.040,2	172,3	183,3	-11,0	5.405,9	4.055,3	5.034,7	7.833,9	-20,3	5.212,4	5.454,9	671,3
Variaciones de los saldos vivos														
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,0	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011	703,5	561,7	141,7	7,5	6,0	1,5	522,8	310,9	-156,5	226,3	42,4	215,5	24,5	79,3
2011 IV	380,1	241,1	139,1	15,7	9,9	5,7	231,8	129,4	177,2	145,8	26,7	-76,1	-34,1	20,5
2012 I	365,6	320,6	44,9	15,7	13,8	1,9	84,9	29,5	283,7	164,7	-1,2	-6,1	126,4	4,2
Transacciones														
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	489,2	468,5	20,8	5,2	5,0	0,2	347,3	198,6	-49,3	256,3	21,5	159,5	13,6	10,2
2011 IV	-80,3	-120,5	40,2	-3,3	-5,0	1,7	105,8	51,0	-48,9	-53,4	9,9	-153,9	-118,1	6,8
2012 I	295,2	298,5	-3,3	12,7	12,8	-0,1	82,1	76,8	138,2	61,1	5,4	67,8	160,6	1,6
II	67,6	53,3	14,2	2,9	2,3	0,6	57,6	38,2	-34,7	42,4	5,9	29,8	-27,3	8,9
2012 Mar	116,4	93,2	23,2	.	.	.	32,8	24,0	55,3	13,1	4,1	24,8	56,0	-0,6
Abr	8,8	6,9	1,8	.	.	.	21,6	12,1	-11,4	-10,2	-2,2	-2,2	5,0	2,9
May	105,2	105,1	0,2	.	.	.	6,7	16,7	5,6	32,3	6,2	85,2	56,1	1,5
Jun	-46,4	-58,6	12,2	.	.	.	29,2	9,5	-28,9	20,3	1,9	-53,1	-88,4	4,5
Jul	32,7	26,8	6,0	.	.	.	6,0	-0,6	-13,9	10,4	2,4	38,6	17,0	-0,5
Otros flujos														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,6	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-66,2	-97,6	31,4	-0,7	-1,1	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	0,5	2,5	-1,9	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 IV	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,3	1,6
2012 I	3,5	3,2	-	.	.	.	6,1	5,0	1,3	2,1	.	2,9	3,4	-0,1
II	2,6	2,2	-	.	.	.	5,9	5,2	-0,2	0,3	.	1,4	2,7	2,0

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 IV	5.321,0	4.149,9	293,2	3.856,7	1.171,0	14,7	1.156,4	4.025,7	3.150,7	85,2	3.065,4	875,1	10,1	865,0
2012 I	5.405,9	4.227,1	289,1	3.937,9	1.178,9	15,0	1.163,9	4.055,3	3.208,5	84,5	3.124,0	846,8	8,8	838,0
Transacciones														
2009	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011	347,3	305,0	16,3	288,7	42,3	-3,3	45,6	198,6	211,7	3,5	208,3	-13,2	-3,1	-10,0
2011 IV	105,8	107,7	0,8	106,9	-1,8	1,0	-2,8	51,0	45,4	0,7	44,8	5,5	0,4	5,1
2012 I	82,1	60,3	-2,3	62,6	21,8	1,2	20,7	76,8	78,8	1,2	77,6	-2,0	-0,6	-1,3
II	57,6	32,1	-2,0	34,1	25,5	-0,5	26,0	38,2	33,5	0,6	33,0	4,7	0,1	4,6
2012 Mar	32,8	14,6	-1,3	15,9	18,2	0,5	17,7	24,0	22,1	-0,6	22,7	2,0	-1,0	3,0
Abr	21,6	10,0	-1,0	11,0	11,6	0,1	11,5	12,1	4,0	-0,1	4,0	8,1	0,6	7,6
May	6,7	7,8	-0,3	8,1	-1,1	-0,2	-0,9	16,7	16,1	0,2	15,9	0,6	0,0	0,5
Jun	29,2	14,2	-0,7	15,0	15,0	-0,4	15,4	9,5	13,5	0,4	13,1	-4,0	-0,5	-3,5
Jul	6,0	14,7	2,1	12,6	-8,7	-0,1	-8,6	-0,6	11,8	0,7	11,1	-12,4	0,9	-13,3
Tasas de crecimiento														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 IV	7,2	8,2	5,9	8,4	3,8	-19,6	4,1	5,3	7,5	4,2	7,6	-1,5	-25,3	-1,2
2012 I	6,1	6,7	3,5	6,9	4,1	-13,5	4,4	5,0	7,3	5,0	7,4	-2,5	-22,9	-2,3
II	5,9	6,0	-0,4	6,5	5,8	-1,5	5,9	5,2	7,2	4,1	7,3	-1,4	-8,6	-1,4

G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	3. Inversiones de cartera: Activos															
	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones								
		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM		Total	IFM		No IFM	
			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP		Euro-sistema	AAPP	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 IV	4.751,0	1.704,8	70,4	3,1	1.634,4	39,4	2.584,3	728,2	16,0	1.856,1	94,2	461,9	300,4	57,5	161,5	0,5
2012 I	5.034,7	1.847,0	77,5	3,3	1.769,5	39,2	2.680,3	708,7	15,3	1.971,7	97,7	507,4	331,2	48,5	176,1	0,3
	Transacciones															
2009	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011	-49,3	-71,4	-19,0	-0,6	-52,4	-7,3	-16,6	-59,4	0,3	42,8	-3,0	38,8	33,0	10,5	5,8	0,2
2011 IV	-48,9	-39,2	-9,3	-0,3	-29,8	-0,9	-29,2	-22,7	-1,7	-6,5	-1,7	19,5	19,2	0,6	0,3	0,0
2012 I	138,2	22,5	4,4	0,0	18,1	-1,8	69,5	-8,1	-0,6	77,6	-0,6	46,1	26,5	-4,2	19,6	-0,1
II	-34,7	-11,8	-8,1	0,0	-3,8	.	5,7	-12,5	0,4	18,1	.	-28,5	-40,0	-3,8	11,5	.
2012 Mar	55,3	14,8	5,6	0,0	9,1	.	18,6	-0,3	0,0	18,9	.	21,9	15,0	-0,4	6,9	.
Abr	-11,4	5,8	-0,9	0,0	6,7	.	-7,6	-13,4	0,6	5,8	.	-9,6	-16,3	1,9	6,7	.
May	5,6	-6,1	-2,8	0,0	-3,3	.	13,1	4,5	0,6	8,5	.	-1,3	-5,6	0,9	4,3	.
Jun	-28,9	-11,5	-4,4	0,0	-7,1	.	0,3	-3,6	-0,8	3,8	.	-17,6	-18,1	-6,7	0,5	.
Jul	-13,9	-3,6	-0,3	0,0	-3,3	.	-1,6	-13,4	1,2	11,8	.	-8,7	-8,1	-5,1	-0,7	.
	Tasas de crecimiento															
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 IV	-1,1	-4,2	-21,5	-16,7	-3,2	-15,8	-0,7	-7,5	2,0	2,4	-3,2	10,0	11,3	26,5	6,4	125,8
2012 I	1,3	-2,6	-16,7	-4,9	-1,9	-16,1	1,8	-7,1	-11,3	5,7	-3,6	14,4	15,0	13,0	11,3	-63,9
II	-0,2	-4,6	-27,9	-6,3	-3,4	.	1,0	-8,2	-11,0	4,9	.	11,3	4,7	-7,1	20,3	.

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	4. Inversiones de cartera: Pasivos											
	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones						
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Instrumentos del mercado monetario			
							AAPP	Total	IFM	No IFM	AAPP	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 IV	7.669,2	3.067,7	559,5	2.508,1	4.142,0	1.260,7	2.881,4	1.796,9	459,5	100,6	358,9	316,8
2012 I	7.833,9	3.251,8	556,4	2.695,4	4.106,9	1.216,8	2.890,1	1.810,2	475,3	100,5	374,8	332,6
	Transacciones											
2009	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9
2011	256,3	121,7	20,9	100,8	161,7	59,2	102,5	100,6	-27,1	19,1	-46,2	-35,0
2011 IV	-53,4	43,5	30,0	13,5	-36,8	-29,8	-7,0	-4,0	-60,1	1,3	-61,4	-70,9
2012 I	61,1	41,0	8,1	32,8	9,2	-16,6	25,9	10,3	10,9	0,9	10,0	9,2
II	42,4	0,5	-8,0	8,5	53,7	-20,5	74,2	.	-11,8	-0,7	-11,1	.
2012 Mar	13,1	36,8	-0,4	37,2	-11,9	-4,6	-7,3	.	-11,7	7,4	-19,2	.
Abr	-10,2	-10,1	-3,2	-6,8	-4,5	3,4	-8,0	.	4,4	-7,4	11,8	.
May	32,3	-0,2	6,2	-6,4	26,7	-17,6	44,4	.	5,7	2,2	3,5	.
Jun	20,3	10,7	-11,0	21,7	31,5	-6,3	37,8	.	-22,0	4,5	-26,5	.
Jul	10,4	-8,7	-6,1	-2,7	1,4	-0,1	1,5	.	17,7	2,0	15,8	.
	Tasas de crecimiento											
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7
2011 IV	3,5	4,0	3,3	4,1	4,4	5,4	3,9	6,1	-5,0	25,6	-11,3	-10,4
2012 I	2,1	2,0	3,9	1,5	3,9	1,3	5,1	4,7	-8,3	-2,5	-10,0	-12,2
II	0,3	2,2	3,1	1,8	0,7	-4,2	2,8	.	-12,8	-10,0	-13,8	.

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 IV	5.218,4	35,5	35,2	0,3	3.067,1	3.008,8	58,4	162,8	6,7	116,5	30,2	1.953,0	227,8	1.573,1	489,7
2012 I	5.212,4	36,7	36,4	0,3	3.046,9	2.994,4	52,5	150,0	7,3	103,6	24,5	1.978,8	236,3	1.572,9	503,4
Transacciones															
2009	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011	159,5	-2,6	-2,7	0,1	52,2	22,8	29,4	1,1	-0,2	0,8	9,8	108,8	8,0	78,8	45,6
2011 IV	-153,9	-8,2	-8,2	0,0	-155,0	-155,3	0,3	16,6	0,0	16,9	13,2	-7,3	0,0	3,1	-11,5
2012 I	67,8	1,2	1,2	0,0	31,2	36,0	-4,9	-10,4	-0,2	-10,1	-5,7	45,9	9,1	22,3	17,3
II	29,8	-8,4	.	.	-6,6	.	.	6,5	.	.	5,5	38,3	.	.	33,9
2012 Mar	24,8	-0,7	.	.	15,2	.	.	-0,6	.	.	0,1	11,0	.	.	5,9
Abr	-2,2	-0,1	.	.	5,2	.	.	0,8	.	.	0,7	-8,0	.	.	-3,4
May	85,2	-1,7	.	.	49,8	.	.	5,0	.	.	3,8	32,0	.	.	26,7
Jun	-53,1	-6,6	.	.	-61,5	.	.	0,7	.	.	1,0	14,3	.	.	10,5
Jul	38,6	5,1	.	.	20,0	.	.	-0,1	.	.	1,6	13,6	.	.	13,7
Tasas de crecimiento															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 IV	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,9	0,9	88,4	1,0	-3,2	1,3	51,5	6,1	3,7	5,5	10,9
2012 I	2,9	-11,9	-12,2	43,2	0,8	0,2	38,2	-0,1	-3,9	0,4	54,5	7,1	4,8	6,9	13,1
II	1,4	-39,8	.	.	-1,5	.	.	4,7	.	.	63,8	7,0	.	.	12,5

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 IV	5.328,5	408,8	406,0	2,8	3.208,0	3.140,4	67,6	223,5	0,1	216,0	7,4	1.488,3	217,2	1.112,8	158,3
2012 I	5.454,9	334,2	331,3	2,9	3.364,6	3.301,1	63,5	231,0	0,1	223,0	7,9	1.525,1	221,1	1.132,7	171,3
Transacciones															
2009	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011	13,6	134,6	134,8	-0,2	-285,8	-324,5	38,7	73,0	0,0	73,2	-0,2	91,8	9,8	49,7	32,3
2011 IV	-118,1	87,9	88,0	0,0	-229,1	-237,1	8,0	9,3	0,0	8,8	0,5	13,7	-0,1	21,7	-7,8
2012 I	160,6	-71,5	-71,7	0,1	187,1	190,6	-3,5	8,4	0,0	7,4	1,0	36,7	5,6	18,0	13,1
II	-27,3	74,2	.	.	-123,4	.	.	6,4	.	.	.	15,6	.	.	.
2012 Mar	56,0	-35,6	.	.	85,1	.	.	3,2	.	.	.	3,3	.	.	.
Abr	5,0	1,0	.	.	2,9	.	.	5,5	.	.	.	-4,4	.	.	.
May	56,1	40,5	.	.	1,4	.	.	2,9	.	.	.	11,4	.	.	.
Jun	-88,4	32,7	.	.	-127,7	.	.	-2,0	.	.	.	8,6	.	.	.
Jul	17,0	27,7	.	.	-27,1	.	.	1,4	.	.	.	14,9	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 IV	0,3	50,6	51,2	.	-8,2	-9,4	89,7	48,7	.	51,1	-2,7	6,8	4,8	5,0	22,5
2012 I	3,4	19,9	19,1	.	-1,1	-1,9	45,9	30,8	.	30,7	32,1	7,7	5,9	6,6	18,1
II	2,7	42,8	.	.	-4,2	.	.	25,2	.	.	.	8,3	.	.	.

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 III	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2011 IV	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 I	671,1	431,7	346,847	52,5	30,9	155,7	4,5	7,6	143,5	0,5	129,8	13,2	0,1	0,3	55,2	-42,7	54,7
2012 Jul	724,8	458,0	346,825	55,5	34,1	176,7	5,2	10,6	161,5	-	-	-	-0,6	0,6	58,2	-47,5	57,9
Ago	716,1	453,4	346,826	54,3	34,6	173,2	5,2	8,6	159,5	-	-	-	-0,1	0,6	49,8	-40,1	56,9
Transacciones																	
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,1	-2,3	-8,2	9,3	-0,2	16,2	-6,8	0,0	0,0	-	-	-
2011 IV	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
2012 I	1,6	0,0	-	-0,3	1,3	0,3	-0,2	-0,6	0,9	-0,1	-1,1	2,1	0,2	0,3	-	-	-
II	8,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 IV	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-
2012 I	-0,1	0,0	-	-1,2	34,4	-4,9	-15,6	-63,3	3,7	-27,8	9,6	-38,3	-	-	-	-	-
II	2,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
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 III	11.464,2	4.896,6	532,0	4.148,9	219,7	246,4	1.420,7	2.431,3	315,2	4.736,6	2.560,4
2011 IV	11.345,0	4.875,2	459,5	4.142,0	217,3	236,1	1.415,0	2.337,2	408,8	4.569,2	2.614,9
2012 I	11.417,2	4.988,1	475,3	4.106,9	221,2	245,6	1.380,1	2.373,8	334,2	4.681,9	2.647,1
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2008	118,1	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,1	2,8	51,1	24,6
2010	120,1	53,3	5,1	41,7	2,2	2,3	15,5	23,8	2,9	51,8	26,0
2011 III	122,3	52,2	5,7	44,2	2,3	2,6	15,1	25,9	3,4	50,5	27,3
2011 IV	120,4	51,7	4,9	44,0	2,3	2,5	15,0	24,8	4,3	48,5	27,8
2012 I	120,8	52,8	5,0	43,5	2,3	2,6	14,6	25,1	3,5	49,6	28,0

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
II 2011 a I 2012	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	111,2	51,7	-0,7	-9,4	45,8	16,0	0,0	7,1	12,6	0,3	-29,3	-17,0	33,0	0,0	52,9
En el exterior	304,6	79,9	1,9	-6,3	63,9	20,4	0,0	14,6	16,9	-0,2	11,2	82,7	27,8	0,0	71,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	257,6	58,0	1,6	-6,1	46,1	16,3	0,0	16,2	10,9	-0,6	19,6	58,5	31,8	0,0	63,2
Otro capital	47,0	21,8	0,3	-0,2	17,7	4,0	0,0	-1,6	6,0	0,3	-8,4	24,2	-4,0	0,0	8,6
En la zona del euro	193,4	28,1	2,6	3,1	18,0	4,4	0,0	7,5	4,3	-0,5	40,6	99,6	-5,2	0,0	19,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	216,1	41,2	0,8	8,4	27,2	4,8	0,0	12,7	1,1	-0,8	10,4	101,4	19,6	0,0	30,5
Otro capital	-22,7	-13,1	1,8	-5,3	-9,1	-0,4	0,0	-5,2	3,2	0,3	30,2	-1,8	-24,8	0,0	-11,5
Inversiones de cartera: Activos	66,1	55,2	1,7	25,1	-4,5	4,0	29,1	-4,9	5,5	-1,4	0,4	-4,2	-22,8	0,7	37,7
Acc. y participaciones	-43,5	-9,5	0,1	0,4	-9,6	-0,9	0,5	2,3	4,4	-0,1	-4,2	-34,4	-3,3	0,1	1,2
Valores distintos de acciones	109,6	64,7	1,6	24,7	5,1	4,8	28,6	-7,2	1,1	-1,3	4,6	30,2	-19,5	0,6	36,5
Bonos y obligaciones	48,1	42,8	3,9	17,5	-9,4	5,6	25,2	-6,2	0,4	-7,6	1,1	2,7	-20,9	-0,3	36,1
Instrum. mercado monetario	61,6	21,9	-2,3	7,2	14,4	-0,8	3,4	-0,9	0,7	6,3	3,5	27,5	1,4	0,8	0,3
Otras inversiones	-33,2	-109,2	-12,3	-29,6	-14,0	-19,2	-34,1	3,6	-26,7	11,7	-30,2	90,1	118,5	-34,0	-57,0
Activos	144,1	-4,7	-13,2	-6,7	31,1	-18,0	2,1	3,1	12,2	16,4	-7,5	21,9	89,2	-6,2	19,7
AAPP	-0,3	8,6	-0,5	-1,8	10,4	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,6	0,0	-5,1	-0,8	0,2	-2,6
IFM	15,1	-74,6	-12,7	-6,4	-36,6	-20,5	1,6	1,2	10,6	16,0	-11,8	11,6	75,6	-6,5	-7,2
Otros sectores	129,4	61,3	0,0	1,5	57,2	2,3	0,3	1,9	1,6	0,9	4,3	15,4	14,4	0,1	29,5
Pasivos	177,3	104,5	-0,9	22,9	45,0	1,3	36,2	-0,5	39,0	4,7	22,7	-68,2	-29,3	27,8	76,7
AAPP	53,7	25,9	0,1	-0,1	-2,4	0,0	28,3	0,0	0,0	0,0	0,1	-7,4	-0,2	32,6	2,7
IFM	17,7	19,3	2,0	23,1	-10,9	2,9	2,2	-2,7	35,7	4,9	22,2	-85,2	-35,9	-5,0	64,4
Otros sectores	105,9	59,3	-3,0	-0,1	58,4	-1,7	5,7	2,2	3,3	-0,2	0,4	24,4	6,8	0,2	9,6

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones)

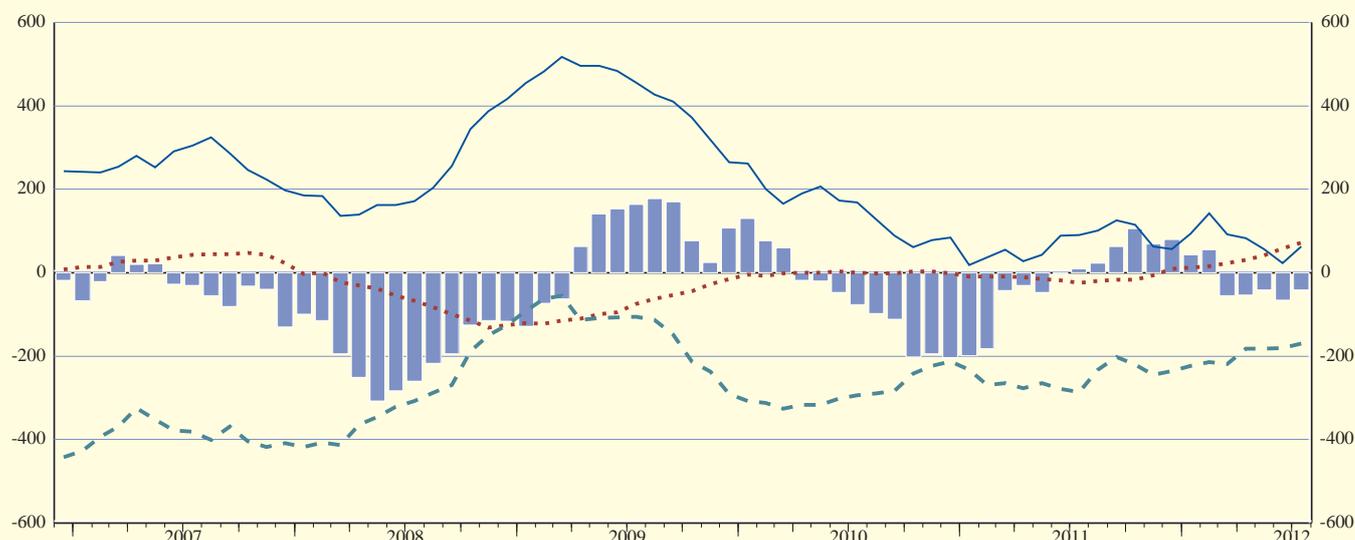
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7
2011	79,0	8,4	-334,3	198,2	52,4	-48,6	100,8	56,3	-109,9	164,8	-21,5	12,3
2011 II	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3
III	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9
IV	-29,0	40,8	-104,1	49,9	29,8	6,2	13,5	-68,4	-9,4	23,1	-9,9	-0,6
2012 I	-52,8	-4,1	-83,3	76,2	-18,1	-97,2	32,8	35,9	-35,5	45,0	-5,4	0,8
II	8,7	17,7	-60,1	37,6	3,8	-29,6	8,5	63,1	-44,8	21,9	-5,9	-3,5
2011 Jul	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0
Ago	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1
Sep	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9
Oct	-37,6	5,5	-18,3	13,4	5,3	8,6	-27,2	2,4	-45,2	26,4	-1,6	-6,9
Nov	-36,3	11,6	-47,8	2,4	17,8	-1,0	7,6	-22,5	-5,8	-2,9	-3,8	7,9
Dic	44,9	23,6	-37,9	34,1	6,8	-1,4	33,0	-48,3	41,6	-0,4	-4,5	-1,6
2012 Ene	-50,7	-12,1	-26,5	32,3	-1,9	-23,3	-8,8	3,1	-15,3	17,5	-5,5	-10,0
Feb	14,6	-1,6	-23,2	18,3	-7,1	-48,1	4,4	59,2	-9,8	21,0	4,2	-2,7
Mar	-16,7	9,6	-33,6	25,7	-9,1	-25,8	37,2	-26,4	-10,3	6,6	-4,1	13,6
Abr	-20,7	1,7	-22,5	11,6	-6,7	-12,5	-6,8	3,9	7,2	1,0	2,2	0,1
May	12,3	-1,8	-7,2	16,4	3,3	-12,8	-6,4	47,9	-37,1	14,3	-6,2	1,9
Jun	17,1	17,8	-30,4	9,6	7,1	-4,3	21,7	11,3	-15,0	6,7	-1,9	-5,6
Jul	6,9	16,2	-4,0	-2,3	3,3	-11,2	-2,7	17,3	-13,5	16,4	-2,4	-10,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2012 Jul	-40,6	71,8	-276,5	186,4	55,7	-117,3	26,0	62,1	-143,9	158,2	-38,7	-24,4

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 valores distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2010	20,0	22,5	1.533,0	765,3	311,6	421,0	1.268,8	1.550,7	948,5	230,0	349,1	1.019,8	250,2
2011	13,1	12,7	1.743,6	877,9	352,3	474,2	1.426,3	1.751,0	1.122,2	237,3	365,3	1.099,0	320,8
2011 III	9,8	9,9	436,0	219,8	87,6	118,5	359,7	441,2	283,8	59,2	91,4	276,5	83,2
IV	8,7	4,9	446,4	223,1	90,6	121,9	364,6	434,1	278,7	58,7	90,9	268,4	84,4
2012 I	8,6	4,0	463,0	232,6	94,2	126,1	376,1	451,7	290,1	60,9	91,2	273,7	87,9
II	8,1	1,2	465,7	229,3	95,9	128,8	381,4	444,9	283,7	61,1	90,4	274,6	86,2
2012 Feb	11,1	7,6	154,0	77,1	31,8	41,8	126,9	152,1	98,1	20,3	30,6	92,3	29,0
Mar	4,7	0,6	155,6	77,8	31,1	42,4	126,1	151,1	97,5	20,3	30,1	90,5	30,0
Abr	6,0	0,1	153,6	75,9	31,9	42,8	124,5	148,8	96,0	19,7	29,8	90,4	28,8
May	5,8	0,4	154,2	75,7	31,7	42,7	129,2	147,5	93,5	20,6	30,1	92,5	28,7
Jun	12,4	3,2	157,9	77,7	32,2	43,4	127,7	148,6	94,2	20,9	30,5	91,7	28,8
Jul	11,3	2,1	154,7	.	.	.	127,0	146,8	.	.	.	92,0	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2010	14,9	10,7	137,1	132,9	138,6	144,4	133,9	121,4	113,7	132,3	143,7	128,1	104,8
2011	7,7	2,6	148,5	143,4	152,7	155,7	145,3	124,5	117,7	134,9	143,8	133,2	101,7
2011 III	5,7	2,8	148,3	143,2	152,4	155,3	146,7	125,2	118,6	136,6	143,0	134,3	104,9
IV	3,5	-3,0	150,4	144,4	154,9	158,0	147,1	121,9	115,4	132,5	140,8	129,6	104,4
2012 I	4,5	-1,7	152,8	147,6	159,3	158,9	149,5	122,4	115,7	131,6	138,0	129,1	99,3
II	3,5	-3,5	152,9	145,1	160,6	161,7	150,8	120,7	113,4	131,7	136,7	129,3	98,6
2012 Ene	7,0	-1,4	152,9	148,9	159,1	159,5	147,4	121,9	114,9	131,4	137,7	128,3	102,8
Feb	6,2	0,8	151,5	145,7	161,3	156,7	150,6	123,3	116,9	131,2	139,1	130,4	98,2
Mar	0,9	-4,2	154,0	148,2	157,4	160,5	150,7	122,1	115,3	132,2	137,1	128,6	96,8
Abr	2,0	-4,6	151,8	144,3	162,5	161,0	148,5	120,5	113,7	127,7	136,6	128,7	93,7
May	1,1	-4,8	151,5	143,4	158,4	160,5	152,9	120,3	112,2	134,3	137,1	131,5	97,0
Jun	7,6	-0,9	155,5	147,7	160,9	163,6	151,2	121,3	114,4	133,2	136,2	127,8	105,2

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 IV	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 I	112,9	3,0	1,7	2,0	2,5	17,5	3,0	123,0	4,8	-1,3	1,2	2,2	14,8	1,5
II	113,3	2,6	1,0	2,5	2,7	8,4	2,6	122,4	3,1	0,1	1,9	3,3	6,1	1,8
2012 Mar	113,3	2,9	1,3	2,1	2,4	16,4	2,8	124,2	4,5	-1,1	1,0	2,3	12,9	1,2
Abr	113,5	2,8	1,1	2,4	2,5	12,1	2,7	123,7	3,2	-1,0	1,0	2,7	8,1	1,1
May	113,4	2,7	1,1	2,5	2,7	8,8	2,6	122,7	3,6	0,5	2,1	3,2	7,3	2,2
Jun	113,0	2,5	0,8	2,7	2,7	4,1	2,4	120,9	2,6	0,7	2,5	3,9	2,7	2,1
Jul	113,6	2,5	0,4	2,8	2,8	6,8	2,5	122,4	2,9	0,4	2,7	4,3	4,1	2,5
Ago	114,3	3,4	0,7	2,6	2,9	16,8	3,4	.	.	.	2,6	.	.	3,1

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2010	1.533,0	30,2	52,6	194,8	208,3	63,0	92,8	47,5	180,6	356,5	94,8	34,6	104,0	73,4	129,3
2011	1.743,6	32,9	60,5	213,5	241,0	79,8	108,9	56,7	200,4	406,3	115,4	39,4	111,9	84,6	147,2
2011 I	429,7	8,1	14,9	53,0	59,0	18,6	25,8	15,2	50,2	99,8	28,6	9,3	28,0	20,0	37,2
II	431,5	8,2	15,5	52,4	60,6	19,7	26,1	14,3	48,9	98,5	27,5	9,5	27,2	20,7	39,4
III	436,0	8,3	15,7	53,8	61,2	20,6	28,8	13,6	49,3	101,8	28,8	10,1	28,1	21,6	33,2
IV	446,4	8,3	14,4	54,3	60,2	20,8	28,2	13,6	52,0	106,2	30,5	10,5	28,7	22,3	37,5
2012 I	463,0	8,4	15,0	56,6	61,2	22,1	29,4	14,6	55,7	109,5	31,3	10,6	30,9	23,7	35,7
II	465,7	8,5	14,9	57,1	60,9	22,8	29,1	14,5	55,8	109,0	30,4	11,3	31,2	24,3	37,7
2012 Feb	154,0	2,8	5,1	19,3	20,8	7,5	9,8	4,8	18,7	37,4	10,8	3,6	10,2	7,8	9,6
Mar	155,6	2,8	5,0	18,6	20,1	7,5	9,7	5,1	18,7	36,3	10,1	3,5	11,0	8,2	12,9
Abr	153,6	2,8	4,9	18,9	19,8	7,5	9,6	4,8	17,4	35,1	9,8	3,6	10,5	7,9	14,5
May	154,2	2,8	5,0	19,5	20,9	7,6	10,0	4,9	19,5	36,4	10,1	3,8	10,5	8,4	8,7
Jun	157,9	2,9	5,0	18,7	20,3	7,8	9,5	4,8	18,8	37,4	10,5	4,0	10,2	8,0	14,5
Jul	154,7	.	.	.	.	7,7	9,5	4,7	19,1	35,9	9,9	3,9	10,3	7,9	.
<i>Porcentaje del total de exportaciones</i>															
2011	100,0	1,9	3,5	12,2	13,8	4,6	6,2	3,3	11,5	23,3	6,6	2,3	6,4	4,8	8,4
Importaciones (cif)															
2010	1.550,7	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,8	494,9	208,6	51,4	118,8	75,3	98,2
2011	1.751,0	29,8	53,3	166,6	226,4	138,7	80,2	34,8	139,4	549,3	217,2	52,5	128,4	90,7	113,3
2011 I	436,7	7,3	13,3	40,8	55,4	35,8	19,1	9,0	35,4	136,1	55,1	13,8	34,9	21,7	27,9
II	439,0	7,5	13,4	41,2	56,5	34,3	19,4	8,8	34,2	139,5	55,6	12,7	30,7	22,1	31,3
III	441,2	7,4	13,9	42,6	57,2	33,2	22,0	8,5	34,4	139,7	54,7	13,3	31,3	23,4	27,5
IV	434,1	7,6	12,7	42,1	57,3	35,4	19,8	8,5	35,4	133,9	51,8	12,8	31,5	23,5	26,6
2012 I	451,7	7,2	13,0	42,6	57,5	37,7	20,0	8,4	37,6	135,8	53,2	12,5	38,8	23,7	29,4
II	444,9	7,3	12,9	41,4	57,1	34,3	19,7	8,3	37,4	136,2	55,9	12,4	37,8	22,7	29,7
2012 Feb	152,1	2,5	4,4	14,7	19,4	12,8	6,8	2,9	12,5	46,5	18,5	4,3	13,4	8,2	8,0
Mar	151,1	2,3	4,3	14,1	19,2	13,1	6,4	2,8	12,7	44,5	17,0	4,1	13,2	7,7	10,7
Abr	148,8	2,4	4,3	13,8	18,8	12,1	6,1	2,8	12,2	44,4	18,2	3,9	12,9	7,6	11,5
May	147,5	2,5	4,5	14,3	19,1	11,8	6,8	2,8	12,6	45,2	19,1	4,4	13,1	7,9	7,0
Jun	148,6	2,5	4,1	13,3	19,1	10,5	6,8	2,7	12,6	46,7	18,6	4,0	11,9	7,3	11,2
Jul	146,8	.	.	.	.	10,0	7,1	2,8	12,9	43,7	18,7	4,1	12,4	7,7	.
<i>Porcentaje del total de importaciones</i>															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	12,9	7,9	4,6	2,0	8,0	31,4	12,4	3,0	7,3	5,2	6,5
Saldo															
2010	-17,7	2,7	5,3	46,9	12,9	-49,1	20,0	16,8	50,7	-138,4	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	31,1
2011	-7,4	3,1	7,1	46,9	14,6	-59,0	28,7	21,9	61,0	-143,0	-101,9	-13,1	-16,4	-6,1	33,9
2011 I	-7,0	0,7	1,7	12,2	3,7	-17,2	6,7	6,2	14,8	-36,4	-26,5	-4,4	-6,9	-1,8	9,3
II	-7,5	0,7	2,0	11,2	4,1	-14,6	6,7	5,5	14,7	-41,1	-28,1	-3,1	-3,5	-1,4	8,2
III	-5,2	1,0	1,8	11,2	4,0	-12,6	6,8	5,1	14,9	-37,9	-25,9	-3,2	-3,2	-1,8	5,6
IV	12,3	0,7	1,7	12,2	2,9	-14,5	8,4	5,1	16,6	-27,7	-21,4	-2,3	-2,8	-1,1	10,9
2012 I	11,3	1,2	2,0	14,0	3,7	-15,6	9,4	6,2	18,2	-26,2	-21,9	-1,9	-7,9	0,1	6,3
II	20,9	1,2	2,0	15,8	3,8	-11,5	9,4	6,2	18,4	-27,2	-25,5	-1,0	-6,6	1,6	8,0
2012 Feb	1,9	0,3	0,7	4,6	1,4	-5,2	3,0	2,0	6,2	-9,1	-7,7	-0,7	-3,2	-0,3	1,6
Mar	4,6	0,5	0,6	4,5	0,9	-5,7	3,3	2,3	5,9	-8,2	-6,9	-0,6	-2,3	0,4	2,3
Abr	4,9	0,4	0,6	5,2	1,0	-4,6	3,4	2,0	5,2	-9,3	-8,4	-0,3	-2,4	0,3	3,0
May	6,7	0,4	0,4	5,2	1,7	-4,2	3,2	2,1	6,9	-8,7	-9,1	-0,6	-2,6	0,5	1,8
Jun	9,3	0,4	0,9	5,4	1,1	-2,7	2,7	2,1	6,3	-9,2	-8,1	-0,1	-1,7	0,8	3,2
Jul	7,9	.	.	.	.	-2,3	2,4	1,9	6,1	-7,8	-8,7	-0,1	-2,1	0,1	.

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	105,0	118,5	105,0	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,9	107,4	97,3	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	106,7	95,9	112,1	97,6
2011 III	103,5	100,6	97,6	95,1	107,3	95,8	112,5	97,7
IV	102,1	99,4	96,4	93,3	106,0	94,7	111,6	97,0
2012 I	99,5	96,9	94,4	90,5	103,4	91,7	108,3	94,0
II	98,2	95,9	93,4	89,0	102,3	90,5	107,4	93,2
III	95,9	93,7	91,7	-	-	-	105,1	91,2
2011 Sep	102,8	100,0	96,8	-	-	-	112,0	97,5
Oct	103,0	100,3	97,1	-	-	-	112,6	97,9
Nov	102,6	99,9	96,8	-	-	-	112,1	97,4
Dic	100,8	98,1	95,2	-	-	-	110,3	95,8
2012 Ene	98,9	96,3	93,7	-	-	-	108,0	93,7
Feb	99,6	97,2	94,7	-	-	-	108,4	94,1
Mar	99,8	97,3	94,9	-	-	-	108,6	94,3
Abr	99,5	97,2	94,5	-	-	-	108,4	94,2
May	98,0	95,7	93,2	-	-	-	107,2	93,1
Jun	97,2	94,9	92,4	-	-	-	106,6	92,4
Jul	95,3	93,2	91,2	-	-	-	104,4	90,6
Ago	95,2	93,0	91,0	-	-	-	104,3	90,5
Sep	97,2	95,0	93,0	-	-	-	106,6	92,4
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2012 Sep	2,1	2,1	2,2	-	-	-	2,2	2,1
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2012 Sep	-5,4	-5,0	-3,9	-	-	-	-4,8	-5,2

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2012 I	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
II	1,9558	25,269	7,4349	0,6981	3,4528	293,98	4,2595	4,4293	8,9133	0,80998	7,5280	2,3157
III	1,9558	25,082	7,4457	0,6963	3,4528	283,05	4,1366	4,5255	8,4354	0,79153	7,4732	2,2560
2012 Mar	1,9558	24,676	7,4354	0,6977	3,4528	292,26	4,1370	4,3668	8,8873	0,83448	7,5358	2,3631
Abr	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
May	1,9558	25,313	7,4335	0,6981	3,4528	293,67	4,2937	4,4412	8,9924	0,80371	7,5383	2,3149
Jun	1,9558	25,640	7,4325	0,6969	3,4528	293,57	4,2973	4,4626	8,8743	0,80579	7,5434	2,2837
Jul	1,9558	25,447	7,4384	0,6963	3,4528	286,28	4,1837	4,5549	8,5451	0,78827	7,5006	2,2281
Ago	1,9558	25,021	7,4454	0,6963	3,4528	278,93	4,0934	4,5176	8,2805	0,78884	7,4853	2,2291
Sep	1,9558	24,752	7,4539	0,6962	3,4528	284,22	4,1345	4,5022	8,4929	0,79821	7,4291	2,3177
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Sep	0,0	-1,1	0,1	0,0	0,0	1,9	1,0	-0,3	2,6	1,2	-0,8	4,0
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Sep	0,0	0,8	0,1	-1,8	0,0	-0,3	-4,7	5,1	-7,0	-8,4	-0,9	-6,3
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india ^D	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079		
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668		
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558		
2012 I	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	65,8991	11,901,67	4,9431	103,99	4,0121		
II	1,2699	2,5167	1,2949	8,1072	9,9460	69,3757	11,932,86	4,9021	102,59	3,9918		
III	1,2035	2,5359	1,2447	7,9410	9,6962	68,9706	11,876,24	4,9818	98,30	3,9029		
2012 Mar	1,2538	2,3674	1,3121	8,3326	10,2474	66,5399	12,082,50	4,9679	108,88	4,0229		
Abr	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	68,1939	12,068,69	4,9362	107,00	4,0277		
May	1,2825	2,5357	1,2916	8,0806	9,9291	69,6407	11,913,51	4,8974	101,97	3,9688		
Jun	1,2550	2,5658	1,2874	7,9676	9,7192	70,1673	11,830,22	4,8763	99,26	3,9836		
Jul	1,1931	2,4914	1,2461	7,8288	9,5308	68,1061	11,605,16	4,9042	97,07	3,8914		
Ago	1,1841	2,5170	1,2315	7,8864	9,6177	68,8632	11,777,55	4,9779	97,58	3,8643		
Sep	1,2372	2,6066	1,2583	8,1273	9,9686	70,0452	12,287,93	5,0717	100,49	3,9599		
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Sep	4,5	3,6	2,2	3,1	3,6	1,7	4,3	1,9	3,0	2,5		
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Sep	-8,1	8,8	-8,8	-7,6	-7,1	6,8	1,4	-0,1	-5,0	-6,7		
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2012 I	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1,482,75	1,2080	40,630	1,3108	
II	17,3620	1,6241	7,5582	54,813	39,8768	1,6200	10,4214	1,477,96	1,2015	40,101	1,2814	
III	16,4690	1,5462	7,3910	52,377	39,9755	1,5594	10,3385	1,416,52	1,2035	39,207	1,2502	
2012 Mar	16,8239	1,6104	7,5315	56,634	38,7804	1,6624	10,0475	1,487,83	1,2061	40,557	1,3201	
Abr	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1,495,40	1,2023	40,639	1,3162	
May	17,4237	1,6538	7,5655	54,908	39,5585	1,6152	10,4412	1,481,36	1,2012	40,077	1,2789	
Jun	17,4529	1,6062	7,5401	53,510	41,1766	1,6016	10,5050	1,458,61	1,2011	39,640	1,2526	
Jul	16,4263	1,5390	7,4579	51,452	39,9467	1,5494	10,1379	1,404,11	1,2011	38,873	1,2288	
Ago	16,3600	1,5306	7,3239	52,173	39,6334	1,5480	10,2585	1,403,93	1,2011	38,974	1,2400	
Sep	16,6413	1,5721	7,3945	53,629	40,4006	1,5837	10,6512	1,444,65	1,2089	39,842	1,2856	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Sep	1,7	2,7	1,0	2,8	1,9	2,3	3,8	2,9	0,6	2,2	3,7	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Sep	-7,2	-7,2	-4,3	-9,6	-4,5	-8,1	2,5	-6,4	0,7	-4,9	-6,6	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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
2012 I	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
II	1,8	3,8	2,2	2,4	2,8	5,5	4,0	2,1	0,9	2,7
2012 Jun	1,6	3,8	2,2	2,1	2,6	5,6	4,2	2,2	0,9	2,4
Jul	2,4	3,3	2,1	1,9	2,9	5,7	4,0	3,1	0,7	2,6
Ago	3,1	3,4	2,6	1,9	3,4	6,0	3,8	4,0	0,9	2,5
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2012 Mar	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	2,17
Abr	5,11	3,51	1,71	5,10	5,30	8,77	5,49	6,24	1,82	2,03
May	5,11	3,31	1,37	5,15	5,30	8,33	5,41	6,50	1,51	1,78
Jun	5,07	3,11	1,26	5,07	4,96	8,30	5,24	6,68	1,45	1,60
Jul	4,87	2,60	1,10	4,67	4,82	7,56	4,99	6,52	1,33	1,47
Ago	4,28	2,38	1,15	4,45	4,84	7,36	4,88	6,84	1,44	1,49
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2012 Mar	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
Abr	2,71	1,24	0,97	1,00	1,28	8,19	4,94	4,12	2,19	1,02
May	2,59	1,24	0,90	0,94	1,24	8,22	5,05	4,69	2,14	1,00
Jun	2,45	1,21	0,62	0,90	1,20	-	5,12	5,10	2,14	0,95
Jul	2,14	1,06	0,41	0,75	1,11	8,00	5,13	5,11	2,10	0,82
Ago	1,69	1,00	0,31	0,61	0,93	7,77	5,11	5,51	2,02	0,71
PIB real										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,9	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,6	1,8
2011	1,7	1,7	0,8	5,5	5,9	1,6	4,3	2,5	3,9	0,8
2011 IV	0,9	0,6	0,1	5,9	5,2	1,2	4,0	2,2	1,2	0,6
2012 I	0,5	-0,5	0,3	5,5	3,9	-1,2	3,5	1,2	1,4	-0,2
II	0,5	-1,0	-0,6	4,6	2,8	-1,1	2,5	1,7	1,3	-0,5
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2010	-0,7	-3,0	5,6	4,9	2,8	2,8	-3,3	-4,2	6,5	-3,1
2011	1,6	-2,5	6,7	-0,2	-1,3	3,2	-2,9	-3,9	6,3	-1,7
2011 IV	-4,9	-0,6	5,8	-0,4	-3,4	3,0	-1,7	-2,2	4,6	-1,5
2012 I	-6,6	2,6	2,9	-3,0	-9,7	1,5	-3,6	-0,2	7,7	-2,9
II	-2,6	-0,7	8,3	-1,1	7,4	4,1	0,1	-4,6	5,9	.
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2010	102,7	56,5	191,3	164,8	83,4	144,1	66,4	75,8	190,9	413,1
2011	93,1	58,4	183,2	145,0	78,1	146,2	71,9	73,7	193,9	421,3
2011 IV	93,1	58,4	183,2	145,0	78,1	146,2	71,9	73,7	193,9	421,3
2012 I	93,8	59,4	185,2	144,5	80,8	136,0	70,3	74,9	192,3	417,5
II	93,8	60,7	.	144,1	77,5	132,1	71,9	75,1	198,1	.
Costes laborales unitarios										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-10,4	-7,3	-3,2	1,3	7,9	-2,4	1,2
2011	1,1	1,0	0,5	3,0	-0,2	3,8	0,5	1,7	-0,8	1,6
2011 IV	4,8	1,6	1,8	0,7	3,1	2,8	-0,1	0,3	0,3	2,9
2012 I	1,9	4,2	1,0	-0,6	5,2	4,7	1,3	4,6	1,7	4,6
II	0,7	3,6	1,6	0,3	4,6	4,3	.	4,1	2,8	6,3
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2010	10,3	7,3	7,5	19,8	17,8	11,2	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,3	6,7	7,6	16,3	15,4	11,0	9,7	7,4	7,5	8,0
2012 I	12,0	6,8	7,5	15,4	13,6	11,1	10,0	7,2	7,5	8,2
II	12,3	6,8	8,0	15,9	13,3	10,9	10,0	7,2	7,6	7,9
2012 Jun	12,4	6,8	8,0	15,9	13,2	10,8	10,0	7,3	7,6	8,0
Jul	12,5	6,8	8,0	.	13,0	10,7	10,0	7,0	7,5	.
Ago	12,5	6,7	8,0	.	12,9	.	10,1	7,1	7,8	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

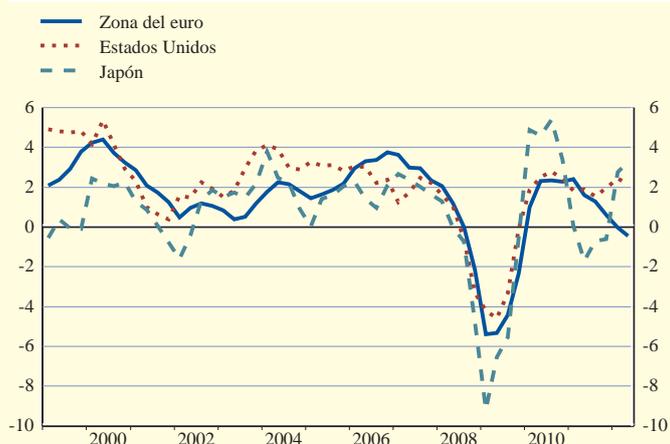
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) ²⁾	Agregado monetario amplio ³⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ⁴⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁵⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-1,4	-3,1	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-1,1	2,4	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-11,4	82,5
2011	3,2	1,9	1,8	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,2	86,5
2011 III	3,8	1,9	1,6	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-10,2	85,0
IV	3,3	1,4	2,0	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,9	86,5
2012 I	2,8	0,2	2,4	5,3	8,3	10,2	0,51	2,38	1,3108	-8,7	88,1
II	1,9	0,9	2,1	5,5	8,2	9,7	0,47	1,83	1,2814	-8,6	.
III	.	.	.	.	.	.	0,43	1,77	1,2502	.	.
2012 May	1,7	-	-	5,1	8,2	9,7	0,47	1,79	1,2789	-	-
Jun	1,7	-	-	5,5	8,2	9,3	0,47	1,83	1,2526	-	-
Jul	1,4	-	-	5,0	8,3	8,1	0,45	1,63	1,2288	-	-
Ago	1,7	-	-	4,0	8,1	6,3	0,43	1,72	1,2400	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	0,39	1,77	1,2856	-	-
Japón											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,6	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 III	0,1	0,6	-0,7	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	-0,6	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 I	0,3	.	2,8	4,7	4,6	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
II	0,1	.	3,3	5,3	4,4	2,3	0,20	0,84	102,59	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,19	0,78	98,30	.	.
2012 May	0,2	-	-	6,0	4,4	2,1	0,20	0,85	101,97	-	-
Jun	-0,2	-	-	-1,5	4,3	2,2	0,20	0,84	99,26	-	-
Jul	-0,4	-	-	-0,8	.	.	0,20	0,78	97,07	-	-
Ago	-0,4	-	-	-4,3	.	.	0,19	0,81	97,58	-	-
Sep	.	-	-	.	.	.	0,19	0,78	100,49	-	-

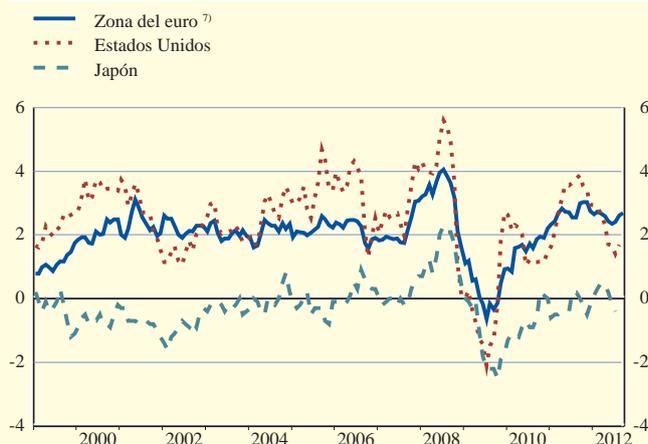
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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.

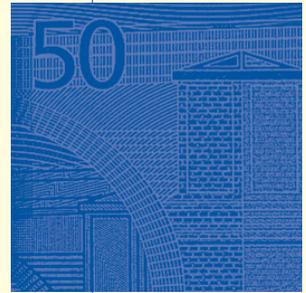
6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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 (OPFML) 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 OPFML. 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 notacionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

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

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

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

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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

SECCIÓN 7.3

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

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

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

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

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



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 2 de octubre 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 mantenidos

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, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria,

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper n.° 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 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) n° 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) n° 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 este) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 5 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 (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95¹¹. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) n° 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 sin desestacionalizar sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁴. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹⁵, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación

13 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

14 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

15 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

16 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

El 9 de diciembre de 2011, El Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación del BCE sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)¹⁷. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). El BCE empezará a publicar las estadísticas de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de reservas internacionales de conformidad con la Orientación BCE/2011/23 y el MBP6 en 2014, con series históricas.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión

17 DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no

residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y

del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados.

Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica

pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 18 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2010 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

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 han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También decide adoptar varias medidas para hacer frente al recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, decide que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de 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 acuerda los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente, ejecutar dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decide iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

8 DE DICIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales

de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de diciembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento aproximado a tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1 %, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

8 DE MARZO, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad

marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

5 DE JULIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.

2 DE AGOSTO 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 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

6 DE SEPTIEMBRE DE 2012

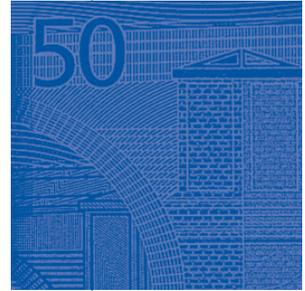
El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de



financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, decide las características de las Operaciones Monetarias de Compra-venta (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro.

4 DE OCTUBRE 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 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.



PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos de garantía: Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Base de reservas: Suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza

de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta de transferencias corrientes: Cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

Cuenta de rentas: Cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada a la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la

construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en

recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10 % de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10 % de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedad instrumental: Entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el *Consejo de Gobierno* y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador

(habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.