



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2013

02 | 2013

03 | 2013

04 | 2013

05 | 2013

06 | 2013

07 | 2013

08 | 2013

09 | 2013

10 | 2013

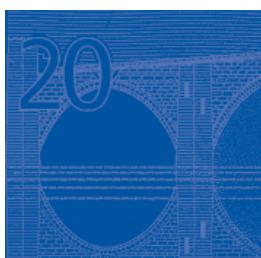
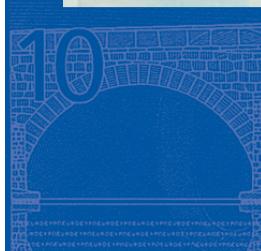
11 | 2013

12 | 2013

BOLETÍN MENSUAL
SEPTIEMBRE



BANCO CENTRAL EUROPEO
EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL SEPTIEMBRE 2013

En el año 2013,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 5 euros.

© Banco Central Europeo, 2013

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2013

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

Apartado de Correos
Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono
+49 69 13440

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

Fax
+49 69 13446000

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 4 de septiembre de 2013.

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
1 Entorno exterior de la zona del euro	9
Recuadro 1 ¿Se está avanzando hacia una convergencia mundial de los precios del gas natural?	13
Recuadro 2 China: perspectivas a corto plazo e intenciones a medio plazo en materia de política económica	20
2 Evolución monetaria y financiera	26
Recuadro 3 Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro	33
Recuadro 4 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 8 de mayo y el 6 de agosto de 2013	40
Recuadro 5 La expansión de los balances de los bancos centrales y la fortaleza financiera en épocas de crisis: el caso del Eurosistema	44
Recuadro 6 Reactivación del mercado europeo de ABS: retos y posibles soluciones	52
Recuadro 7 Política monetaria del BCE durante la crisis financiera y evolución de los precios de los activos	60
3 Precios y costes	75
Recuadro 8 Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados	78
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	88
Recuadro 9 Evolución reciente de la cuenta de rentas en algunos países de la zona del euro	93
Recuadro 10 Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro	101
5 Evolución de las finanzas públicas	107
Recuadro 11 La aplicación del procedimiento de déficit excesivo en los Estados miembros de la zona del euro en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado	111
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI	
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	VII
Publicaciones del Banco Central Europeo	IX
Glosario	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos centrales nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CIF	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes laborales unitarios de las manufacturas
CLUT	Costes laborales unitarios del total de la economía
NACE	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Unión Europea
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOB	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IFM	Instituciones financieras monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de precios de consumo
IPRI	Índice de precios industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto interior bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de cambio efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

EDITORIAL



En su reunión celebrada el 5 de septiembre, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información y los análisis disponibles han corroborado la anterior evaluación del Consejo de Gobierno. Se espera que las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan siendo contenidas a medio plazo. En consonancia con este panorama, la evolución monetaria y, en particular, la evolución crediticia siguen siendo débiles. Las expectativas de inflación para la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo. Al mismo tiempo, el PIB real en el segundo trimestre registró una evolución positiva, tras seis trimestres de crecimiento negativo del producto, y los indicadores de confianza disponibles hasta agosto confirman la mejora gradual prevista de la actividad económica desde niveles bajos. La política monetaria sigue estando orientada a mantener el grado de acomodación que justifican las perspectivas para la estabilidad de precios, así como a promover condiciones estables en el mercado monetario. Con ello, presta apoyo a una recuperación gradual de la actividad económica. De cara al futuro, la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno seguirá siendo acomodaticia durante el tiempo que sea necesario, conforme a las indicaciones prospectivas aportadas en julio. El Consejo de Gobierno confirma su expectativa de que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa sigue estando basada en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria. En los próximos meses, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento de toda la información disponible sobre la evolución económica y monetaria y evaluará su impacto en las perspectivas para la estabilidad de precios a medio plazo. La situación del mercado monetario también se ha visto afectada por una reducción gradual del exceso de liquidez. Los reembolsos de fondos obtenidos en el contexto de las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años reflejan la mejora de la confianza en los mercados financieros, cierta disminución de la fragmentación en esos mercados y el desapalancamiento en curso de las entidades de crédito de la zona del euro. El Consejo de Gobierno permanecerá particularmente atento a las implicaciones que esta evolución pueda tener para la orientación de la política monetaria.

En lo que respecta al análisis económico, tras seis trimestres de crecimiento negativo del producto, el PIB real de la zona del euro creció un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013. Este incremento se debe en parte a efectos transitorios relacionados con las condiciones meteorológicas en el primer semestre de este año. Desde entonces, los indicadores de confianza basados en encuestas disponibles hasta agosto han seguido mejorando desde niveles bajos, lo que confirma en general las anteriores expectativas del Consejo de Gobierno de recuperación gradual en la actividad económica. Durante el resto del año y en 2014, en consonancia con el escenario de referencia, se prevé que el producto se recupere a ritmo lento, debido particularmente a la mejora paulatina de la demanda interna apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse además de un fortalecimiento progresivo de la demanda exterior de exportaciones. Asimismo, la mejora general de los mercados financieros observada desde el pasado verano parece estar transmitiéndose gradualmente a la economía real, al igual que los progresos logrados en materia de consolidación fiscal. Asimismo, las rentas reales se han beneficiado recientemente del descenso general de la inflación. Dicho esto, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y los ajustes necesarios que quedan por hacer en los balances de los sectores público y privado continuarán pesando sobre la actividad económica.

Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2013, que prevén que el PIB real se reduzca un

0,4% en 2013 y aumente un 1,0% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2013, las proyecciones para 2013 se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, en gran medida como consecuencia de la incorporación de los últimos datos. Respecto a 2014, se ha producido una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro siguen apuntando a la baja. La reciente evolución de las condiciones de los mercados monetarios y financieros mundiales y las incertidumbres conexas podrían afectar negativamente a la situación económica. Otros riesgos a la baja están relacionados con una subida de los precios de las materias primas en un contexto de intensificación de las tensiones geopolíticas, con una demanda mundial más débil de lo previsto y con una aplicación lenta o insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Según el avance de Eurostat, como se había previsto, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,3% en agosto de 2013, frente al 1,6% registrado en junio y julio. Sobre la base de los actuales supuestos relativos a la evolución de los precios de la energía y los tipos de cambio, las tasas de inflación interanuales se mantendrán en niveles bajos en los próximos meses, debido en particular a la evolución de los precios de la energía. Desde la perspectiva adecuada de medio plazo, las presiones subyacentes sobre los precios seguirán siendo contenidas, como consecuencia de la debilidad generalizada de la demanda agregada y del modesto ritmo de la recuperación. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Esta valoración queda también reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2013, según las cuales la inflación medida por el IAPC se situará en el 1,5% en 2013 y el 1,3% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2013, las proyecciones de inflación para 2013 se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, mientras que las proyecciones para 2014 se mantienen sin cambios.

Se prevé que los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios continúen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados, en particular, con un aumento de los precios de las materias primas, así como con subidas más intensas de lo previsto de los precios administrados y los impuestos indirectos, y los riesgos a la baja, con una debilidad de la actividad económica superior a la esperada.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de julio confirman que el crecimiento del agregado monetario amplio (M3) y, en particular, del crédito siguió siendo débil. El crecimiento interanual de M3 siguió reduciéndose en julio hasta situarse en el 2,2%, frente al 2,4% registrado en junio. El crecimiento interanual de M1 mantuvo su vigor, pero disminuyó hasta el 7,1% en julio, frente al 7,5% registrado en junio. El crecimiento de M3 continuó estando apoyado fundamentalmente por las entradas netas de capital en la zona del euro, mientras que la tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado experimentó un nuevo descenso. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo en el 0,3% en julio, prácticamente sin variación desde principios de año. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulizaciones) fue del -2,8% en julio, frente al -2,3% registrado en junio. La débil evolución de los préstamos sigue reflejando principalmente la actual fase del ciclo económico, el mayor riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero.

Desde verano de 2012, se han logrado progresos notables en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito y, en particular, en el refuerzo de la base de depósitos en algunos países en dificultades. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona de euro siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. La adopción de nuevas medidas decisivas para la creación de una unión bancaria contribuirá a la consecución de este objetivo.

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

A fin de seguir reduciendo los desequilibrios y fomentar la competitividad, el crecimiento y la creación de empleo, los países de la zona del euro deben continuar con sus programas de reformas. En lo que respecta a las políticas fiscales, los Gobiernos no deberían dar marcha atrás en sus esfuerzos de reducir el déficit público y situar las ratios de deuda en una senda bajista. La composición de la consolidación fiscal debería centrarse en medidas favorables al crecimiento orientadas al medio plazo y que combinen la mejora de la calidad y la eficiencia de los servicios públicos con la reducción de los efectos distorsionadores de los impuestos. En lo que se refiere a las políticas económicas, las reformas de los mercados de productos destinadas a aumentar la competitividad facilitarán la creación de nuevas empresas, apoyarán al sector de los bienes comerciables y promoverán la creación de empleo, al tiempo que las elevadas tasas de desempleo requieren reformas estructurales decididas para reducir las rigideces en los mercados de trabajo y aumentar la demanda de trabajo.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial sigue siendo discreta y dispar según las regiones. Los indicadores de opinión parecen haberse recuperado, aunque se mantiene la debilidad del clima económico, lo que sugiere que la recuperación de la economía mundial será probablemente lenta. En la mayoría de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se observan señales de mejora de las perspectivas de crecimiento, aunque este seguirá estando limitado en el medio plazo por varios factores. En las economías emergentes las perspectivas de crecimiento parecen estar perdiendo algo de impulso, aunque todavía se prevé que crezcan más que las economías avanzadas y que en el corto plazo contribuyan significativamente a la actividad mundial. Al mismo tiempo, persiste la debilidad del crecimiento del comercio mundial y los indicadores de opinión sugieren que la recuperación será lenta. Por lo que respecta a los precios de consumo, la inflación se ha mantenido en general estable en julio en las economías avanzadas, mientras que en las economías emergentes la evolución ha sido más desigual.

I.I ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La recuperación de la economía mundial sigue su curso, aunque a un ritmo lento y desigual. Si bien los indicadores de opinión han mejorado en los últimos meses, la volatilidad observada últimamente en los mercados financieros subraya la fragilidad de la recuperación y la incertidumbre que rodea a las perspectivas mundiales. Las estimaciones provisionales indican que la actividad económica en los países del G-20 (excluida la zona del euro) creció un 0,8% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2013, lo que representa un ligero aumento con respecto al trimestre anterior, en un contexto de persistente divergencia entre unos países y otros (véase cuadro 1). En las economías avanzadas, el crecimiento experimentó una aceleración en Estados Unidos y el Reino Unido, debido a la solidez del consumo privado y la inversión en ambos países. Pese a una caída del crecimiento en el segundo trimestre, la actividad subyacente en Japón siguió mostrando una razonable capacidad de resistencia respaldada por las políticas monetaria y fiscal expansivas. En las economías emergentes, el crecimiento del PIB fue

Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías

(tasas de variación)	Tasas de crecimiento interanual					Tasas de crecimiento intertrimestral		
	2011	2012	2012 IV	2013 I	2013 II	2012 IV	2013 I	2013 II
G-20 ¹⁾	3,8	2,8	2,5	2,2	2,5	0,6	0,5	0,7
G-20 excluida la zona del euro ¹⁾	4,4	3,7	3,2	2,9	3,1	0,8	0,7	0,8
Estados Unidos	1,8	2,8	2,0	1,3	1,6	0,0	0,3	0,6
Japón	-0,6	2,0	0,3	0,1	0,9	0,3	0,9	0,6
Reino Unido	1,1	0,2	0,0	0,3	1,5	-0,2	0,3	0,7
Dinamarca	1,1	-0,4	-0,4	-0,8	0,5	-0,7	-0,2	0,5
Suecia	3,8	1,1	1,5	1,6	0,6	0,0	0,6	-0,1
Suiza	1,8	1,0	1,4	1,5	2,1	0,3	0,6	0,5
Brasil	2,7	0,9	1,4	1,9	3,3	0,8	0,6	1,5
China	9,3	7,7	7,9	7,7	7,5	1,9	1,6	1,7
India	7,7	3,8	4,1	3,0	2,4	2,3	0,1	-0,5
Rusia ²⁾	4,3	3,4	2,1	1,6	1,2	0,6	-0,1	-
Turquía	8,8	2,2	1,4	3,0	-	0,1	1,6	-
Polonia	4,5	2,0	0,8	0,7	1,1	0,1	0,2	0,4
República Checa	1,8	-1,2	-1,6	-2,4	-1,3	-0,3	-1,3	0,6
Hungría	1,6	-1,8	-2,5	-0,5	0,1	-0,5	0,6	0,1

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

1) El dato del segundo trimestre de 2013 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

2) No hay cifras desestacionalizadas disponibles sobre Rusia para el segundo trimestre de 2013.

robusto en los últimos meses de 2012, pero registró una desaceleración en el primer trimestre del año en curso, especialmente en India y China. Aunque se prevé que el crecimiento de las economías emergentes sobrepase al de las economías avanzadas, cada vez se observan más señales de que las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes han experimentado últimamente un deterioro, dado que el debilitamiento de la demanda interna, el endurecimiento de las condiciones de financiación en algunos países y la caída de la demanda externa han afectado a la actividad.

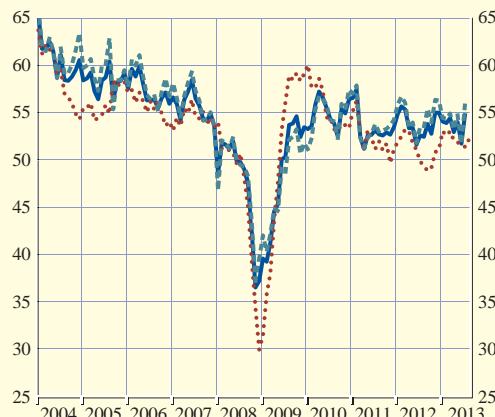
El crecimiento del comercio mundial siguió siendo débil en el segundo trimestre de 2013. Según informa el CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis, el comercio mundial de bienes creció a una tasa intertrimestral del 0,3%, frente al 0,8% observado en el primer trimestre. La desaceleración de la tasa de crecimiento oculta una evolución divergente a escala regional, que supone una mejora de la dinámica del comercio en las economías avanzadas al tiempo que una desaceleración o un descenso del crecimiento de las importaciones y las exportaciones en algunas economías emergentes. Esta evolución contrasta de forma acusada con la observada en los últimos trimestres, en los que las economías emergentes fueron los principales motores de crecimiento del comercio mundial.

De cara al futuro, los indicadores de opinión parecen haberse recuperado, en general, en los últimos meses, tras una caída en el segundo trimestre de 2013. No obstante, persiste la atonía del clima económico, de lo que se deduce que la economía mundial solo seguirá creciendo a un ritmo moderado. Los datos más recientes sobre el índice PMI global de producción de manufacturas (excluida la zona del euro) muestran una recuperación en agosto, hasta 51,7, tras permanecer estable en julio (véase gráfico 1). La evidencia basada en las encuestas sugiere que la confianza de los consumidores sigue mejorando en distinto grado

Gráfico 1 PMI: producción mundial (excluida la zona del euro)

(datos mensuales desestacionalizados)

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

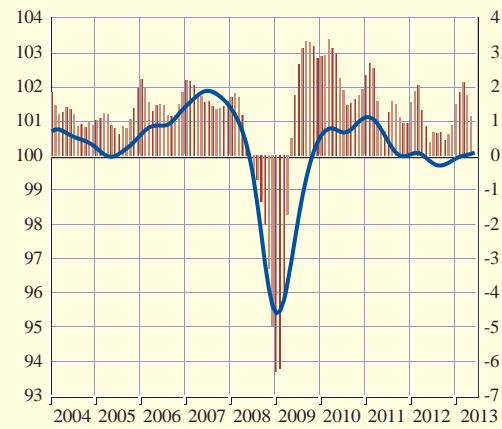


Fuente: Markit.

Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial

(escala izquierda: media del índice normalizado = 100; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)

- Indicador sintético adelantado (escala izquierda)
- Producción industrial (escala derecha)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador sintético adelantado corresponde a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. La línea horizontal a la altura de 100 representa la tendencia de la actividad económica. La producción industrial corresponde a la misma muestra, excluida Indonesia.

en los diferentes países, aunque partiendo de niveles reducidos. Aunque el crecimiento del comercio mundial ha registrado una desaceleración en los últimos meses, los indicadores de opinión siguen apuntando a una gradual recuperación. Al mismo tiempo, muchos indicadores de comercio se mantienen en niveles históricamente bajos, lo que sugiere que continuará la atonía en el corto plazo. El índice PMI global de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero (excluida la zona del euro) experimentó un ligero deterioro, situándose en 49,9 en agosto.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de septiembre de 2013 (véase recuadro 10), se prevé que el crecimiento mundial registre una gradual aceleración, aunque con una considerable dispersión de las tasas entre unos países y otros, lo que confirma, en general, el perfil de crecimiento mundial descrito en las proyecciones de junio de 2013. Desde que se elaboraron las proyecciones de junio, las condiciones de financiación se han tornado más restrictivas, especialmente en las economías emergentes, lo que probablemente afectará a la actividad mundial. Este endurecimiento refleja, en parte, una revisión del alcance de las futuras medidas de estímulo monetario en Estados Unidos y cambios en los patrones de los flujos capital entre las economías avanzadas y las emergentes. Al mismo tiempo, 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, aumentó por décimo mes consecutivo en junio, lo que sugiere que el crecimiento se está afianzando en el conjunto de la OCDE (véase gráfico 2). No obstante, los indicadores sintéticos adelantados de las principales economías emergentes apuntan hacia una estabilización o a una ralentización. El indicador de clima económico mundial del Ifo descendió ligeramente en el tercer trimestre de 2013, ya que la desfavorable evolución en Asia contrarrestó con creces las perspectivas más positivas de América del Norte y Europa. En conjunto, los indicadores individuales de cada país sugieren que, si bien se observan señales de mejora del crecimiento en las principales economías avanzadas, en las economías emergentes las perspectivas parecen algo más desfavorables.

Se prevé que el ritmo de la recuperación mundial continúe siendo muy gradual, ya que, en las economías avanzadas, las perspectivas a medio plazo seguirán estando limitadas por varios factores, entre ellos, la fragilidad de los mercados de trabajo, el proceso todavía inconcluso de desapalancamiento del sector privado y la consolidación fiscal en curso. Al mismo tiempo, en vista de los crecientes desafíos estructurales, es improbable que las economías emergentes vuelvan a registrar la rápida tasa de expansión observada en los primeros años de este siglo. Por otro lado, en varios países, las perspectivas de crecimiento a corto plazo siguen viéndose respaldadas por medidas adicionales de estímulo fiscal que no podrán mantenerse indefinidamente en un contexto de elevados y crecientes niveles de deuda pública.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a una considerable incertidumbre y los riesgos para la actividad mundial todavía se sitúan a la baja. La evolución reciente de la situación en los mercados monetarios y financieros mundiales, y las consiguientes incertidumbres podrían afectar negativamente a la situación económica. Entre otros factores de riesgo a la baja, cabe señalar una subida de los precios de las materias primas en el contexto de la intensificación de las tensiones geopolíticas y una debilidad de la demanda mundial mayor de la prevista.

1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial se mantuvo, en general, estable en julio. En el conjunto de la OCDE, la inflación interanual medida por los precios de consumo fue del 1,9 % en julio, frente al 1,8 % registrado en junio (véase cuadro 2). Aunque este aumento supone un cierto repunte en comparación con el primer semestre

Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías

(tasas de variación interanual)

	2011	2012	2013 Feb	2013 Mar	2013 Abr	2013 May	2013 Jun	2013 Jul
OCDE	2,9	2,3	1,8	1,6	1,3	1,5	1,8	1,9
Estados Unidos	3,2	2,1	2,0	1,5	1,1	1,4	1,8	2,0
Japón	-0,3	0,0	-0,6	-0,9	-0,7	-0,3	0,2	0,7
Reino Unido	4,5	2,8	2,8	2,8	2,4	2,7	2,9	2,8
Dinamarca	2,7	2,4	1,0	0,7	0,4	0,6	0,6	0,4
Suecia	1,4	0,9	0,5	0,5	0,0	0,3	0,5	0,8
Suiza	0,2	-0,7	-0,3	-0,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,0
Brasil	6,6	5,4	6,3	6,6	6,5	6,5	6,7	6,3
China	5,4	2,6	3,2	2,1	2,4	2,1	2,7	2,7
India ¹⁾	9,5	7,5	7,3	5,7	4,8	4,6	4,9	5,8
Rusia	8,4	5,1	7,3	7,0	7,2	7,4	6,9	6,5
Turquía	6,5	8,9	7,0	7,3	6,1	6,5	8,3	8,9
Polonia	3,9	3,7	1,2	1,0	0,8	0,5	0,2	0,9
República Checa	2,1	3,5	1,8	1,5	1,7	1,2	1,6	1,4
Hungría	3,9	5,7	2,9	2,3	1,8	1,8	2,0	1,7
Pro memoria:								
Inflación subyacente OCDE ²⁾	1,7	1,8	1,6	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5

Fuentes: OCDE, datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para India, inflación medida por el índice de precios al por mayor.

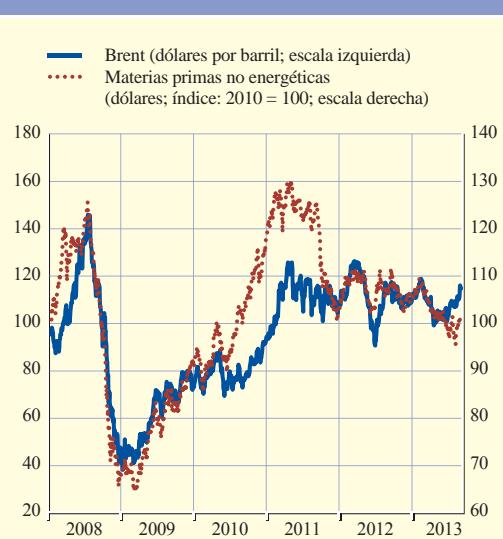
2) Excluidos la energía y los alimentos.

del año, la inflación se mantuvo por debajo de los niveles alcanzados el año anterior. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo estable en el conjunto de la OCDE en julio en comparación con mayo y junio, situándose en el 1,5%, de lo que se deduce que la reciente tendencia a la baja podría haber tocado fondo. En las economías emergentes, la inflación evolucionó de forma dispar, registrándose descensos de las tasas medidas por los precios de consumo en Brasil y Rusia, mientras que en China no experimentaron variación.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de la energía, los precios del Brent han aumentado un 14% desde comienzos de junio de 2013. Tras oscilar entre 100 y 106 dólares estadounidenses el barril desde mediados de abril, el Brent experimentó una subida a comienzos de julio hasta situarse en 115 dólares estadounidenses el barril el 4 de septiembre. Actualmente, los precios se sitúan aproximadamente en el mismo nivel de hace un año.

El reciente aumento de los precios del crudo tiene su origen en una combinación de factores: la intensificación de las tensiones geopolíticas, un descenso de la producción de la OPEP y una mayor demanda de petróleo de las refinerías. Por el lado de la

Gráfico 3 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWI.

oferta, la evolución reciente de los acontecimientos en Egipto y Siria ha hecho aumentar los precios por la preocupación ante posibles interrupciones en el suministro. Estas inquietudes se han suscitado en un contexto de reducción de la oferta en Libia, Iraq y Nigeria, que no ha podido compensarse con el incremento de la producción en Arabia Saudita y ha dado lugar a una caída de la oferta total de la OPEP. Por el lado de la demanda, el hecho de que la demanda mundial de petróleo de las refinerías, impulsada principalmente por los países no pertenecientes a la OCDE, haya sido mayor de lo previsto ha presionado aún más al alza sobre los precios del petróleo. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2014 se negocian a 103 dólares estadounidenses el barril. En el recuadro 1 se presenta un somero análisis de los efectos que podría tener sobre los precios del gas la revolución del gas de esquisto en Estados Unidos.

En un contexto de cierta volatilidad, los precios de las materias primas no energéticas han descendido un 1,5% en términos agregados desde comienzos de junio (véase gráfico 3). El descenso ha sido generalizado, pero fue más acusado en el caso de las materias primas alimenticias, ya que los precios de los cereales, en particular, registraron una fuerte caída, debido a las favorables perspectivas de oferta. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de agosto de 2013, en torno a un 7% por debajo del nivel registrado en el mismo período un año antes.

Recuadro 1

¿SE ESTÁ AVANZANDO HACIA UNA CONVERGENCIA MUNDIAL DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL?

El gas natural es una fuente de energía cada vez más importante a escala mundial¹. En la última década las perspectivas de los mercados de gas natural han variado drásticamente en la medida en que los avances tecnológicos han permitido la explotación de grandes volúmenes de gas de naturaleza no convencional (fundamentalmente, gas de esquisto o *shale gas*), cuya producción, especialmente en Estados Unidos², no resultaba rentable en el pasado. En el presente recuadro se analizan los efectos de la revolución de este tipo de gas en los precios del gas en Estados Unidos y se evalúan las implicaciones de cara a una convergencia de los precios mundiales de esta fuente de energía.

La producción de gas no convencional en Estados Unidos aumentó más de 20 veces entre 2000 y 2011 y se espera que, para 2035, represente alrededor de la mitad de la producción de gas natural en este país. Con estos niveles de producción se compensará con creces la reducción de las fuentes de gas convencionales y, en 2022, Estados Unidos se convertirá en un exportador neto de gas natural (véase gráfico A). Los precios del gas en Estados Unidos bajaron tras la crisis financiera de 2008, y el incremento de la producción de gas no convencional ha contribuido, en parte, a mantener los precios en niveles reducidos en un entorno de cierta volatilidad. Actualmente, los precios del gas en Estados Unidos se sitúan casi un 80% por debajo de los máximos alcanzados en 2005 (véase gráfico B).

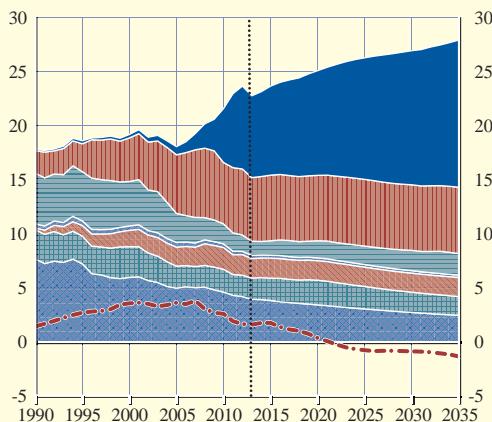
1 En 2010 el gas natural representaba alrededor del 20% de la oferta de energía mundial y el 20% del consumo final total de energía de los países de la OCDE.

2 El gas de esquisto es una fuente de gas natural no convencional atrapado en formaciones permeables, que puede extraerse mediante técnicas de perforación horizontal combinadas con fracturación hidráulica.

Gráfico A Producción de gas natural e importaciones netas de gas en el período 1990-2035

(billones de pies cúbicos anuales)

- Gas de esquisto (*shale gas*)
- Gas de formaciones compactas (*tight gas*)
- Gas no asociado a yacimientos petrolíferos (*offshore*)
- Alaska
- Gas metano de carbón
- Gas asociado a yacimientos petrolíferos
- Gas no asociado a yacimientos petrolíferos (*onshore*)
- Importaciones netas de gas



Fuente: US Energy Information Administration's Annual Energy Outlook 2012.
Notas: Datos anuales. La última observación se refiere a 2035. La línea vertical indica el comienzo del período de la proyección.

Gráfico B Precios regionales del gas natural y precios del Brent

(USD por MMBtu y USD por barril)

- Estados Unidos, Henry Hub
- Reino Unido, National Balancing Point
- Japón, gas natural licuado
- Rusia, precio de exportación del gas
- Brent (escala derecha)



Fuentes: Bloomberg, Haver y FAME.

Notas: El precio de exportación del gas ruso es una variable para aproximar los precios de los contratos a largo plazo europeos. Las siglas MMBtu denotan un millón de unidades térmicas británicas. En cuanto a los datos mensuales sobre precios de referencia del gas, la última observación se refiere a julio de 2013, salvo en el caso del gas natural licuado en Japón, que corresponde a mayo de 2013. En cuanto a los datos trimestrales sobre precios de exportación del gas ruso, la última observación corresponde al primer trimestre de 2013.

Dado que los mercados del gas son, en gran medida, regionales, el impacto de la revolución del gas no convencional de Estados Unidos en el resto del mundo ha sido hasta ahora limitado (véase gráfico B). Esta segmentación internacional del mercado del gas es el resultado de dificultades de transporte, diferencias en la formación de los precios regionales y factores regulatorios. En primer lugar, el gas natural es más difícil de transportar que el petróleo, que es un líquido. Si la distancia es demasiado grande como para cubrirla con gaseoductos, el gas natural ha de transformarse en gas natural licuado para su transporte, por lo que la infraestructura resulta muy costosa. En segundo lugar, por lo que respecta a la formación de los precios, los precios del gas natural los determinan las condiciones de oferta y de demanda en los mercados regionales al contado de Estados Unidos, el Reino Unido y Australia. En cambio, en Europa continental, el gas se importa principalmente a través de gaseoductos y se vende mediante contratos de largo plazo vinculados al precio del petróleo, aunque en algunos países europeos está ganando terreno la modalidad de fijar los precios según las condiciones del mercado de gas³. Asia cubre sus necesidades de gas importando costoso gas natural licuado, realizándose las operaciones mediante contratos de largo plazo indexados a los precios del petróleo. Por último, en lo relativo a la regulación, tanto la construcción y la operación de las instalaciones de exportación de gas natural en Estados

3 Dado que los mercados de gas al contado se están desarrollando con más rapidez en los países del norte de Europa, no existe en la actualidad un mercado único europeo de este producto, ya que el grado de fijación de los precios basado en las condiciones del mercado del gas en relación con los precios de los contratos a largo plazo varía de unos países a otros.

Unidos como las propias exportaciones de gas estadounidenses han de ser aprobadas por las autoridades reguladoras, lo que limita la capacidad de dichas instalaciones para responder rápidamente a la evolución de la oferta de gas. Como resultado de estos factores, el arbitraje a nivel global, derivado de las diferencias regionales en los precios del gas, ha sido, hasta ahora, limitado.

No obstante, las grandes diferencias en los precios regionales del gas, combinadas con el rápido crecimiento de los mercados de gas natural licuado, podrían desplazar el proceso de formación de los precios del gas hacia un sistema más acorde con las condiciones del mercado de gas, lo que favorecería la convergencia de los precios mundiales. A este respecto, cabe señalar que, desde 2009, el amplio diferencial existente entre los precios del gas al contado y los vinculados al petróleo ha venido ejerciendo presión sobre los proveedores de gas para que acepten cambios en las condiciones contractuales. Como resultado, los precios del gas en Europa se vinculan cada vez más a los precios al contado del gas que a los precios del petróleo, una proporción cada vez mayor del gas que se negocia se vende directamente a precios al contado y la duración media de los contratos está tendiendo a reducirse. Además de la creciente presión sobre los productores de gas, un segundo factor que probablemente contribuya a aumentar la flexibilidad de los precios y la integración de los mercados es el incremento del comercio de gas natural licuado, debido a que el transporte de este producto no exige una conexión física entre el proveedor y el cliente, a diferencia de lo que ocurre con los gaseoductos. Aunque actualmente solo una pequeña proporción de la oferta de gas natural licuado se negocia libremente a nivel mundial, el comercio de este producto se ha duplicado en términos de volumen en la última década, ya que se ha hecho más competitivo que el gas proporcionado a través de los gaseoductos tradicionales. Como resultado, la perspectiva de aumentar las exportaciones de gas natural licuado de Estados Unidos como consecuencia de la revolución del gas no convencional que ha experimentado el país podría estimular la convergencia de los precios mundiales del gas. No obstante, las perspectivas del gas natural estadounidense están sujetas a desafíos regulatorios y políticos. Por ejemplo, en Estados Unidos la regulación impide la rápida conversión de las infraestructuras de importación de gas natural licuado nacionales en infraestructuras de exportación, ya que las exportaciones de gas han de ser autorizadas caso por caso y los debates políticos en torno a la seguridad del abastecimiento de energía y los aspectos medioambientales aumentan aún más la incertidumbre que rodea a las exportaciones estadounidenses de este producto.

Pese a estos factores de incertidumbre, se prevé que la producción mundial de gas natural aumente de forma constante en las dos próximas décadas, debido principalmente a la revolución del gas no convencional en Estados Unidos, a las posibilidades de prospección de este gas en otras regiones y al descubrimiento de un gran yacimiento de gas en Catar. Se espera que el aumento de la oferta de gas natural proveniente de fuentes convencionales y no convencionales compense con creces los incrementos de la demanda. Como resultado, y dependiendo del grado de convergencia de los precios a escala mundial, los precios del gas podrían seguir siendo competitivos. La Agencia Internacional de la Energía (IEA en sus siglas en inglés) prevé que los precios del gas natural en Estados Unidos, Europa y Japón asciendan, respectivamente, a 8, 12 y 14 dólares estadounidenses por millón de unidades térmicas británicas (MMBtu) en 2035, niveles muy cercanos a los que se negocia actualmente el gas en esas regiones (véase gráfico B)⁴. Debido a los precios internacionales relativamente competitivos del gas natural, el consumo mundial de gas crecerá más rápidamente que el de petróleo crudo en los dos próximos decenios y la proporción de la oferta mundial de energía que representa el gas natural seguirá aumentando⁵.

4 Véase IEA (2012), «Golden Rules for a Golden Age of Gas».

5 En Europa, por ejemplo, se prevé que la demanda de petróleo en el período 2010-2035 se reduzca, en promedio, un 1% en cifras interanuales, mientras que la demanda de gas natural aumentará, según las proyecciones, un 0,7%. Véase IEA (2012), «World Energy Outlook 2012».

I.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real experimentó una aceleración en el segundo trimestre de 2013. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa intertrimestral anualizada del 2,5 %, frente al 1,1 % del primer trimestre. El crecimiento del PIB se revisó al alza 0,8 puntos porcentuales con respecto a la estimación preliminar, debido, principalmente, a las revisiones al alza de la variación de existencias y de la contribución de la demanda exterior neta. El incremento registrado en el segundo trimestre estuvo determinado por el gasto en consumo personal, aunque el ritmo de crecimiento se redujo con respecto al primer trimestre, debido a la solidez de la inversión privada en capital fijo, tanto residencial como no residencial, y a un repunte de las exportaciones. La variación de las existencias sumó al crecimiento 0,6 puntos porcentuales en tasa anualizada. Por el contrario, el consumo público siguió siendo un lastre para la actividad, aunque el descenso en el segundo trimestre de 2013 fue relativamente menor, tras dos trimestres consecutivos de caídas sustanciales. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue neutral y reflejó el dinámico crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones. La renta real disponible aumentó un 3,2 % en tasa anualizada, tras una caída del 7,9 % en el trimestre anterior, elevando la tasa de ahorro personal hasta el 4,5 %.

De cara al futuro, se espera que la recuperación económica cobre impulso en el segundo semestre de 2013, respaldada por las mejoras de la confianza empresarial y de los consumidores, por una gradual recuperación de los mercados de trabajo y de la vivienda y por una reducción del lastre de la política fiscal y el saneamiento de los balances de los hogares. Aunque las entidades crédito han declarado criterios de aprobación del crédito menos rígidos y un aumento de la demanda de préstamos en el tercer trimestre, existe el riesgo de que las condiciones de financiación se tornen más restrictiva en los próximos meses como resultado del aumento de los tipos de interés a corto y a largo plazo, lo que podría afectar negativamente a la actividad económica. No obstante, el aumento de los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles debería ayudar a compensar en cierta medida el endurecimiento de las condiciones de financiación. Los últimos datos publicados ofrecen señales ambiguas respecto a la fortaleza del mercado de trabajo de Estados Unidos. La creación de empleo parece haber perdido cierto impulso, ya que en julio solo se crearon 162.000 empleos, la cifra más baja registrada desde marzo y muy inferior a la media de alrededor de 200.000 empleos mensuales observada en los seis últimos meses. En cambio, la tasa de paro se redujo de nuevo hasta situarse en el 7,4 % en julio, el nivel más bajo desde la crisis. Se espera que la resistencia de la confianza de los consumidores y los importantes y positivos efectos riqueza derivados de la mejora sostenida del mercado de la vivienda y de la subida de las cotizaciones bursátiles respalden el consumo privado. Por el lado de la oferta, los indicadores de opinión sugieren un gradual fortalecimiento del ritmo de actividad en el sector manufacturero.

La inflación interanual medida por el IPC aumentó 0,2 puntos porcentuales, hasta el 2 %, en julio, desde el 1,8 % de junio, lo que representa el mayor incremento interanual desde febrero de 2012. Este incremento tuvo su origen, principalmente, en un fuerte efecto de base proveniente de los precios de la energía, que registraron un aumento del 4,7 % en junio, y de la subida de los precios del transporte. La inflación del precio de los alimentos se mantuvo estable en el 1,4 %, mientras que la inflación subyacente aumentó ligeramente, hasta el 1,7 %, desde el 1,6 % de junio. De cara al futuro, aunque la inflación interanual ha aumentado en los tres últimos meses, el aumento se ha debido, sobre todo, a efectos de base que se espera que se corrijan en los próximos meses. También se prevé que la considerable capacidad productiva sin utilizar mantenga las presiones inflacionistas subyacentes en niveles bajos.

El 31 de julio de 2013, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener entre el 0 % y el 0,25 % la banda fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que resultará apropiado mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos al menos mientras la tasa de paro permanezca por encima del 6,5 %, no se prevea que la inflación a un plazo de entre uno y dos años sobrepase la tasa del 2,5 % y las expectativas de inflación a más largo plazo continúen estando firmemente ancladas. Como se anunció anteriormente, el Comité seguirá realizando compras adicionales de bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares al mes y valores del Tesoro a más largo plazo a un ritmo de 45 mm de dólares al mes. Se prevé que el Comité ralentice el ritmo actual de esas compras en los próximos meses si la economía continúa mejorando conforme a lo esperado. Está previsto que el programa de compras de activos finalice a mediados de 2014.

JAPÓN

En Japón, la actividad subyacente mantuvo una razonable capacidad de resistencia, respaldada por las políticas monetaria y fiscal expansivas. La primera estimación provisional de las cuentas nacionales indica que el PIB real siguió creciendo vigorosamente, a una tasa intertrimestral del 0,6 %, en el segundo trimestre de 2013, tras la tasa de crecimiento ligeramente revisada del 0,9 % registrada en los tres primeros meses del año. Tanto el consumo público como el consumo privado contribuyeron positivamente al crecimiento, al igual que la demanda exterior neta, mientras que la inversión del sector privado se estancó en el segundo trimestre y las existencias contribuyeron negativamente. De cara al futuro, los indicadores de alta frecuencia sugieren, en general, que no habrá cambios en el ritmo de actividad económica. La producción industrial aumentó un 3,2 % en tasa intermensual en julio, y el indicador sintético de consumo descendió un 0,7 % en junio. Al mismo tiempo, las importaciones y las exportaciones reales de bienes se redujeron en julio un 1,5 % y un 4,9 %, respectivamente, en tasas intermensuales. Los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores muestran un ligero crecimiento en agosto, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, con un aumento del índice PMI del sector manufacturero de 50,7 a 52,2.

La inflación medida por los precios de consumo ha mantenido una tendencia al alza desde comienzos del año, y el índice general dejó de registrar cifras negativas en junio de 2013. La inflación interanual medida por los precios de consumo aumentó hasta el 0,7 % en julio, desde el 0,2 % del mes anterior, debido, en gran medida, a la subida de los precios de la energía. La inflación interanual subyacente de los precios de consumo (excluidos los alimentos, las bebidas y la energía) se incrementó hasta el -0,1 % en julio, desde el -0,3 % del mes anterior.

En su última reunión sobre política monetaria, celebrada el 5 de septiembre de 2013, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo fijado para la base monetaria.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, el crecimiento económico cobró impulso en el primer semestre de 2013. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,7 % en el segundo trimestre del año, impulsado por los aumentos generalizados de la demanda tanto interna como externa. De cara al futuro, la acusada mejora de los principales indicadores de opinión en julio y agosto sugiere que el sólido crecimiento continuará en el corto plazo. No obstante, es probable que a medio plazo el ritmo de la recuperación siga siendo lento. A pesar de los continuos progresos, el ajuste de los balances del sector público y del sector privado seguramente limitará la demanda interna durante algún tiempo, mientras que las perspectivas de crecimiento de las exportaciones continúan siendo relativamente modestas. Los mercados de trabajo han seguido

dando muestras de resistencia, con un crecimiento sostenido del empleo y una tasa de paro que se ha situado en el 7,8% en los tres meses transcurridos hasta junio. Impulsados por las recientes medidas de política, los indicadores de actividad y de precios han seguido repuntando en el mercado de la vivienda, pero la dinámica de crecimiento del crédito ha continuado siendo débil.

La inflación interanual medida por el IPC ha sido relativamente elevada en los últimos meses. En julio de 2013, la tasa de inflación general descendió 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,8%, ya que el aumento de los precios de la energía se compensó con una menor inflación del precio de otros bienes y servicios. De cara al futuro, se prevé que la capacidad productiva sin utilizar, tanto de trabajo como de capital, modere las presiones inflacionistas en el medio plazo. No obstante, las subidas de los precios administrados y regulados, así como la anterior depreciación de la libra esterlina podrían, en cierta medida, impulsar al alza la inflación. En su reunión de 1 de agosto de 2013, 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. Además, el Comité introdujo indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria comprometiéndose a no elevar el tipo de interés oficial al menos hasta que la tasa de desempleo se reduzca hasta un umbral del 7%, siempre que las proyecciones de la inflación medida por el IPC se mantengan por debajo del 2,5% en un horizonte de 18 a 24 meses, las expectativas de inflación a medio plazo permanezcan ancladas y la orientación de la política monetaria no suponga una amenaza significativa para la estabilidad financiera a la que no se pueda hacer frente con otras medidas de política.

OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS

En Suecia, el PIB real decreció un 0,1% en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2013, debido a la debilidad tanto de la demanda interna como de las exportaciones, mientras que en Dinamarca creció un 0,5%, respaldado, principalmente, por el sólido comportamiento de las exportaciones. En Suiza, el crecimiento del PIB real siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre de 2013, registrando un aumento del 0,5% en tasa intertrimestral. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre cierto impulso en estos tres países. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IAPC ha repuntado ligeramente en Suecia, pero se ha mantenido en niveles bajos, en torno al 0,5%, en Dinamarca en los últimos meses. Al mismo tiempo, en Suiza, la inflación interanual medida por los precios de consumo se mantuvo estable en julio de 2013, tras 21 meses de tasas negativas, debido, en gran medida, al descenso de los precios de la energía y, con carácter más general, a la persistencia de precios de importación más bajos.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y oriental (PECO), se ha producido una recuperación de la actividad económica. De acuerdo con los datos preliminares, en el segundo trimestre de 2013, el PIB real creció en la República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía. De cara al futuro, la actividad económica probablemente seguirá recuperándose gradualmente en el medio plazo. No obstante, las perspectivas de crecimiento a corto plazo varían de un país a otro: mientras que, en algunos países, las exportaciones son el motor del crecimiento, en otros, este viene determinado por la demanda interna, favorecida por ejemplo por una buena cosecha. En los últimos meses, la inflación medida por el IAPC se ha mantenido, en promedio, en niveles reducidos en los países más grandes de este grupo. Las tasas se han moderado como consecuencia de la baja inflación del precio de las materias primas y de unos efectos de base favorables derivados de los anteriores aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, así como de la contención de las presiones de demanda internas.

En Turquía, el PIB real creció un 1,6%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2013, respaldado por la demanda interna. En cambio, en Rusia, el producto se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en los

tres primeros meses del año, con contribuciones negativas de la inversión y la demanda exterior neta al crecimiento. Al igual que en otras economías emergentes, en estos dos países las condiciones de financiación se han tornado notablemente más restrictivas desde mayo. Se observan señales de un cierto debilitamiento de la actividad económica en el segundo trimestre en Turquía, mientras que en Rusia se ha mantenido la atonía. No obstante, en los próximos meses se espera una mejora gradual. La inflación medida por el IPC ha aumentado considerablemente en Turquía a partir de mayo, en parte como consecuencia del debilitamiento de la lira turca. En Rusia, la inflación se redujo durante el mismo período debido al descenso de los precios de los alimentos pero se mantiene por encima de la banda establecida como meta para 2013 por el Banco de Rusia.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El crecimiento económico en las economías emergentes de Asia fue ligeramente más débil de lo esperado en el segundo trimestre de 2013, debido, principalmente, al menor crecimiento registrado en China e India. La atonía de la demanda externa y del consumo privado contribuyó a la desaceleración. En casi todos los demás países de la región, el crecimiento mostró una moderada tendencia a la aceleración. De cara al futuro, se prevé que el crecimiento económico en la región aumente ligeramente debido a una mejora gradual del entorno exterior y al fortalecimiento de la demanda interna.

En China, el crecimiento del PIB real experimentó una desaceleración hasta el 7,5 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2013, desde el 7,7 % del primer trimestre (véase también recuadro 2). El principal factor determinante del crecimiento fue la inversión, que contribuyó 5,9 puntos porcentuales en el segundo trimestre, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa. El crecimiento de las exportaciones se redujo drásticamente hasta el 3,7 % en el segundo trimestre de 2013, desde el 18,3 % registrado en los tres primeros meses del año, debido a una caída de las exportaciones a Hong Kong, que, casi con toda seguridad, se habían sobreestimado en el primer trimestre. Los datos publicados para julio y agosto muestran una mejora generalizada de los indicadores de actividad económica y comercio, que confirma las expectativas de una gradual reactivación del crecimiento. Al mismo tiempo, los esfuerzos desplegados por las autoridades para frenar el rápido crecimiento del crédito tanto bancario como no bancario parecen estar dando fruto. El mercado de la vivienda mantuvo su fortaleza en julio y los precios de la vivienda siguieron aumentando por quinto mes consecutivo.

La inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el 2,7 % en julio. En porcentaje del PIB, el superávit por cuenta corriente se redujo al 2,1 % en el segundo trimestre de 2013, como consecuencia de la caída del superávit comercial, pero se prevé que aumente de nuevo en el tercer trimestre debido al reciente repunte de las exportaciones. La gradual apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense llegó a su fin en junio de 2013 y, desde entonces, el tipo de cambio ha oscilado en torno a CNY 6,17 por dólar. Las reservas totales ascendían a 3.497 billones de dólares estadounidenses a finales de junio, es decir, 257 mm de dólares más que un año antes.

Por lo que respecta a otros países clave de Asia, en India se mantuvo la atonía de la actividad económica y aumentaron las presiones inflacionistas. El crecimiento interanual del PIB real experimentó una desaceleración hasta el 2,4 % en el segundo trimestre de 2013, desde el 3 % del primer trimestre, lastrado por el debilitamiento del consumo privado y la inversión. La inflación interanual medida por los precios al por mayor —la medida de la inflación que utiliza preferentemente el Banco de Reserva de India— aumentó hasta el 5,8 % en julio de 2013. Desde mayo de 2013, el banco central ha mantenido sin variación en el 7,25 % el tipo de interés oficial, debido a las notables presiones a favor de una depreciación de la moneda en el mercado de divisas y al aumento de las salidas de capital. Entre mayo y agosto de 2013, la rupia india se depreció más de un 23 % frente al dólar estadounidense como consecuencia de la debilidad de los fundamentos

macroeconómicos, incluidos los elevados déficits presupuestario y por cuenta corriente, la atonía del crecimiento y los retrasos en el programa de reformas. En Corea, el crecimiento interanual del PIB real aumentó hasta el 2,3% en el segundo trimestre de 2013, desde el 1,5% del primer trimestre. El consumo público se incrementó de forma sustancial, mientras que la inversión en la construcción y el crecimiento de las exportaciones también contribuyeron a la aceleración. La inflación interanual medida por el IPC se elevó hasta el 1,4% en julio, situándose todavía por debajo de la banda del 2,5% al 3,5% fijada como objetivo por el Banco de Corea. El banco central ha mantenido su tipo de interés oficial en el 2,5% desde mayo de 2013.

Recuadro 2

CHINA: PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO E INTENCIÓNES A MEDIO PLAZO EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA

El crecimiento de China ha experimentado una desaceleración recientemente. En este recuadro se revisan los factores que han motivado la desaceleración, así como las perspectivas de crecimiento a medio plazo de China, especialmente a la luz de las intenciones del nuevo Gobierno en materia de política económica hasta la fecha.

En consonancia con la experiencia histórica de otras economías, el potencial de crecimiento económico de China sigue una senda descendente a largo plazo a medida que aumenta su PIB per cápita. El impulso generado por diversos factores tradicionales del pujante crecimiento de China así como por factores transitorios (demografía de China, su adhesión a la Organización Mundial del Comercio y la adopción de tecnología extranjera) se ha debilitado. Es improbable que estos factores sean sustituidos completamente por otros nuevos, como la rápida urbanización o un incremento del consumo privado, en el contexto de la necesidad de reequilibrar la economía. Las recientes declaraciones del Gobierno sugieren también que es posible que el crecimiento a medio plazo sea menor de lo esperado anteriormente, como parte de las medidas de política económica encaminadas a situar el crecimiento en una senda más lenta pero más sostenible.

El crecimiento ya se ha moderado notablemente. Si bien China sigue siendo una piedra angular del crecimiento mundial, el ritmo de expansión económica ha disminuido. Después de alcanzar un máximo del 12,1% en el primer trimestre de 2010, el crecimiento interanual se ha reducido gradualmente, hasta situarse en el 7,9% a finales de 2012 y en el 7,5% en el segundo trimestre de este año. Estas cifras contrastan con una tasa media de crecimiento interanual del 10,3% durante el período 2000-2010.

El menor crecimiento de las exportaciones es uno de los factores que explican la reciente desaceleración. Tras haber repuntado después de la crisis de 2008-2009, hasta alcanzar niveles superiores al 30%, el crecimiento interanual de las exportaciones desde 2010 ha mostrado una tendencia a la baja y ahora registra valores de un solo dígito al haberse debilitado el crecimiento del PIB en mercados clave. Es posible que la mejora de las perspectivas de crecimiento en la Unión Europea y en Estados Unidos sostenga las exportaciones en los próximos trimestres, pero parece poco probable que se registren tasas de crecimiento tan elevadas como las observadas tras la entrada de China en la Organización Mundial del Comercio en 2001. La ganancia de cuota de mercado de China se ha moderado gradualmente, dado que la apreciación del renminbi (RMB) y la aparición de otros competidores de bajo coste, como algunos del Sudeste Asiático, han limitado el crecimiento de sus exportaciones.

A su vez, el menor crecimiento de las exportaciones está afectando a la economía interna. El aumento de las exportaciones ya no absorbe la capacidad creada por la continua inversión en industrias manufactureras orientadas a la exportación. Esto está generando un exceso de capacidad en algunas industrias, que no augura nada bueno para el crecimiento futuro de la inversión. Según el estudio sobre emprendedores realizado por el Banco Central de la República Popular China, la utilización de la capacidad productiva se está reduciendo al ritmo más rápido observado desde la crisis de 2008-2009. El exceso de capacidad ya parece haber afectado a los beneficios industriales, que también han disminuido (véase gráfico A). La aparición de presiones deflacionistas constituye otro indicador del exceso de capacidad. La inflación interanual medida por el índice de precios industriales (IPRI) es negativa desde marzo de 2012: el periodo más prolongado desde 2001-2002. En las industrias pesadas, como la minería de carbón y la producción de acero, donde existe un mayor exceso de capacidad según la evidencia anecdótica, se han experimentado caídas de precios mucho más pronunciadas (véase gráfico B). Como respuesta, a principios de este año el Gobierno ordenó a los bancos reducir los préstamos a las industrias con exceso de capacidad.

A pesar del menor crecimiento, los riesgos internos a la baja han seguido aumentando. El crédito se ha expandido rápidamente, creciendo a un ritmo que ha duplicado el del PIB nominal desde 2009. Como resultado, el crédito en relación con el PIB ha aumentado hasta alcanzar alrededor del 170 %, porcentaje mucho mayor que en otros países con un nivel de desarrollo similar. En cierta medida, estos datos reflejan una profundización financiera de la economía en un contexto de creciente liberalización del sector financiero. Sin embargo, se teme que parte del crecimiento del crédito esté vinculado a inversiones ineficientes, lo que suscita inquietud sobre los riesgos del sector financiero. En particular, algunos de los proyectos de inversión de los Gobiernos locales que formaban parte del conjunto de medidas de estímulo, por importe de 4 mm de renminbi (equivalentes al 12 % del PIB en ese momento), puestas en marcha en 2008-2009 para contrarrestar los efectos de la recesión mundial,

Gráfico A Beneficios industriales y utilización de la capacidad productiva

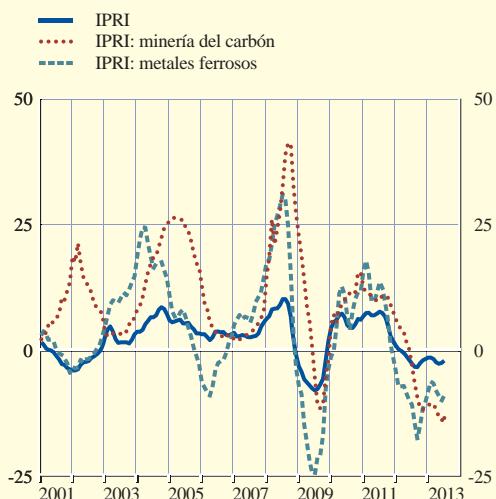
(tasas de variación interanual; índice de difusión, neutral = 50)



Fuentes: CEIC, Banco Central de la República Popular China, Instituto Nacional de Estadística de China y cálculos del BCE.

Gráfico B Inflación interanual medida por el IPRI

(tasas de variación interanual)



Fuentes: CEIC e Instituto Nacional de Estadística de China.

han producido bajos rendimientos. Según un informe de la Oficina Nacional de Auditoría de 2011, más de la mitad de los proyectos, muchos de los cuales fueron financiados mediante el denominado «sector bancario en la sombra», generan flujos financieros insuficientes para reembolsar las deudas. Además, una reevaluación fundamental de las perspectivas de crecimiento del PIB y, por consiguiente, del crecimiento de la renta futura de los hogares podría dar lugar a una corrección de los precios de la vivienda, que han registrado subidas muy fuertes durante los últimos 15 años. Si bien medidas prudentiales estrictas, como la exigencia de depósitos iniciales elevados, desincentivan la actividad especulativa, una caída repentina de los precios de la vivienda, aunque solo fuese temporal, podría provocar una reducción de las inversiones inmobiliarias y tendría un impacto negativo en el conjunto de la economía.

Las autoridades son conscientes de la necesidad de reequilibrar la economía y de moderar el crecimiento. El nuevo Gobierno, que asumió el poder en marzo de este año, ha reconocido que el actual modelo económico de alto crecimiento basado en la inversión y en la exportación de manufacturas no es sostenible, y ha señalado repetidas veces la necesidad de situar el crecimiento en una senda más lenta pero más sostenible, reduciendo la asignación ineficiente de recursos de la economía china y dando mayor importancia a las señales de precios. Ya ha ordenado una reducción del número de autorizaciones administrativas relacionadas con actividades de inversión empresarial y ha sustituido el impuesto sobre actividades económicas del sector servicios por un impuesto sobre el valor añadido uniforme. Asimismo, se ha comprometido a continuar con las reformas en múltiples áreas, incluidos el sector financiero (que abarca la liberalización del tipo de interés, del tipo de cambio y de la cuenta de capital) y el mercado de trabajo (para facilitar la migración de las zonas rurales a las ciudades), así como la liberalización de los precios de la electricidad y de los combustibles y reformas de los impuestos sobre la propiedad. Deberían publicarse planes detallados sobre la política económica antes del otoño de 2013. Además, el objetivo de crecimiento para 2013 se ha rebajado al 7,5 %, frente al 8 % del año pasado. Las declaraciones del Gobierno efectuadas a lo largo del año sugieren que este nuevo objetivo parece más creíble que los objetivos anteriores, que solían incumplirse por un margen considerable.

Por tanto, un estímulo a gran escala para sostener el crecimiento es cada vez menos probable. Es más, las medidas de estímulo de 2008-2009 han dado lugar a un gran aumento de la deuda de las Administraciones locales, lo que ha incrementado la deuda viva hasta un nivel cercano al 20 % del PIB y ha hecho disminuir el interés del Gobierno por adoptar nuevas medidas de estímulo fiscal. Asimismo, el rápido crecimiento del crédito impide una relajación sustancial de la orientación de la política monetaria, aunque la inflación sea baja. Al mismo tiempo, no se permitirá que el crecimiento se reduzca con celeridad. En vista de la caída del crecimiento durante la primera mitad de 2013, el Gobierno anunció, a finales de julio, que adoptaría medidas de estímulo concretas para garantizar el cumplimiento del objetivo del 7,5 %. Para el período 2014-2015, el primer ministro Li Keqiang se ha comprometido a mantener el crecimiento en un nivel razonable, lo que probablemente significa que el crecimiento seguirá situándose por encima del objetivo del 7 % especificado en el plan quinquenal actual.

Las tasas de crecimiento tienden a bajar a medida que aumenta el PIB per cápita de un país, reflejando la pérdida de intensidad del efecto producido por ganancias de carácter transitorio, como el inicio de un proceso de desplazamiento de la mano de obra agrícola ociosa hacia actividades más productivas y la adopción de tecnología extranjera. El PIB per cápita de China, que se sitúa en torno a los 8.000 dólares estadounidenses (en términos de paridad del poder adquisitivo), ha alcanzado el nivel al que las tasas de crecimiento de Japón, Corea y otras economías asiáticas también comenzaron a seguir una tendencia descendente. La demografía también influye: la población de China en edad de

trabajar disminuyó en 2012, aunque solo ligeramente, después de haber aumentado de forma continua desde la puesta en marcha de las reformas en 1978¹. Asimismo, parece que los efectos iniciales de la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio en 2001, que multiplicaron por seis las exportaciones a finales de 2008, también están desapareciendo.

En general, aunque es probable que el crecimiento de China se siga moderando a medio plazo, parece improbable que se produzca una caída drástica. La reducción de las tasas de crecimiento forma parte del proceso de convergencia que está atravesando China. Además, reducir la dependencia de la economía del crédito y de la inversión conllevará inevitablemente un crecimiento más bajo.

1 Aún así, parece probable que continúe el desplazamiento de mano de obra agrícola a actividades más productivas, teniendo en cuenta que sigue representando una proporción elevada del empleo (34 %) en comparación con su porcentaje del valor añadido (10 %).

ORIENTE MEDIO Y ÁFRICA

En el primer semestre de 2013, la actividad económica en los países exportadores de petróleo siguió siendo robusta. Pese a las distorsiones de oferta en algunos países y a la menor demanda de petróleo de la OPEP, el crecimiento se vio favorecido por los precios más altos del crudo, el fuerte gasto público y el sólido comportamiento del sector privado no petrolero. Por el contrario, los países árabes en transición registraron nuevos brotes de inestabilidad que redujeron la producción y retrasaron aún más las reformas necesarias. En otros países de la región, el crecimiento se mantuvo en niveles comparativamente elevados, a pesar de las dificultades derivadas de la debilidad de la demanda externa y de la caída de los precios de las materias primas no energéticas. De cara al futuro, se prevé un ligero repunte del PIB hacia finales de 2013, como consecuencia de la gradual recuperación de las economías avanzadas y de la solidez de la demanda interna.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió recuperándose hasta cierto punto en el primer semestre de 2013, aunque el reciente endurecimiento de las condiciones de financiación podría haber atenuado en cierta medida el ritmo de crecimiento. La demanda interna ha sido el factor determinante de la recuperación, mientras que la demanda exterior neta ha seguido siendo un lastre para el crecimiento. De cara al futuro, se prevé que el comportamiento económico de la región se vea favorecido por el gradual fortalecimiento de la demanda externa y los efectos retardados de la anterior relajación de la política monetaria en las principales economías, en particular en Brasil, así como por la implementación de reformas estructurales en México. No obstante, se prevé que el crecimiento potencial sea algo menor de lo esperado anteriormente en varios países, especialmente en Brasil, tras un período prolongado de escasas inversiones.

En Brasil, el crecimiento del PIB real experimentó una aceleración en el segundo trimestre de 2013, situándose en el 1,5 %, en tasa intertrimestral, frente al 0,6 % del trimestre anterior. La recuperación del crecimiento tuvo su origen, principalmente, en un fuerte aumento de la formación bruta de capital fijo, aunque con una ligera desaceleración, y en un repunte de las exportaciones de bienes y servicios, mientras que tanto el consumo público como el privado siguieron siendo débiles. En México, el PIB real descendió un 0,7 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2013, tras registrar un estancamiento en el trimestre anterior después de una revisión a la baja. Por el lado de la oferta, la contracción se atribuyó a un descenso de la actividad tanto en el sector secundario como en el terciario. En Argentina, se espera que el crecimiento del PIB real haya sido sólido en el segundo trimestre de 2013, como parece desprenderse del Estimador Mensual de Actividad Económica publicado por el instituto nacional de estadísticas, que aumentó un 2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, frente al 1,6 % del

trimestre anterior. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual ha seguido siendo elevada en Brasil, aunque se redujo hasta el 6,3% en julio, desde el 6,7% del mes anterior, registrando el componente de alimentos del índice la primera caída mensual de los precios desde julio de 2011. El banco central mantuvo el ritmo de endurecimiento monetario incrementando el tipo de interés oficial en otros 50 puntos básicos en agosto (hasta el 9%). En México, la inflación interanual cayó desde el 4,1% registrado en junio hasta el 3,5% en julio y volvió a situarse dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ en torno al objetivo del 3% establecido por el banco central. La inflación interanual subyacente también experimentó una desaceleración, aunque menor, pasando del 2,8% de junio al 2,5% en julio.

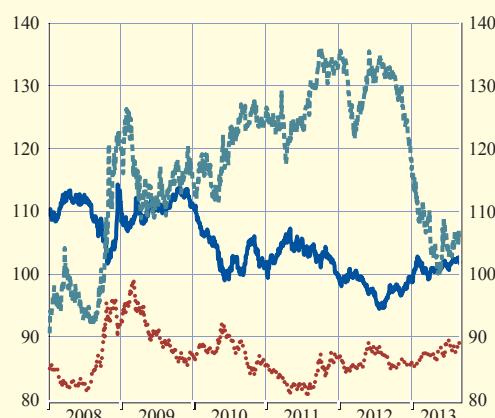
1.4 TIPOS DE CAMBIO

En los tres últimos meses, el tipo de cambio efectivo del euro se ha apreciado ligeramente en un entorno de escasa volatilidad. Los movimientos de los tipos de cambio han guardado relación, en gran medida, con los cambios en las expectativas de los mercados respecto a las expectativas económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías, así como con la evolución de las expectativas de los tipos de interés. Como resultado, el euro se apreció ligeramente a comienzos de junio, pero se debilitó durante la segunda mitad del mes y en los primeros días de julio, para apreciarse de nuevo hasta finales de agosto. El 4 de septiembre de 2013, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 0,6% por encima del nivel registrado a comienzos de junio y un 5,5% por encima del observado hace un año (véanse gráfico 4 y cuadro 3).

Gráfico 4 Tipos de cambio efectivos nominales del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

(datos diarios; índice: I 1999 = 100)

- Euro
- Dólar estadounidense
- Yen japonés



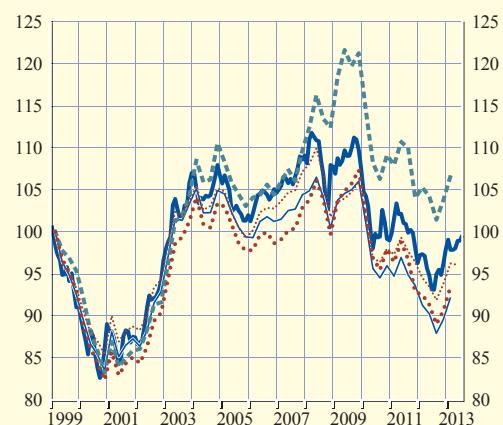
Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos reales del euro

(datos mensuales/trimestrales; índice: I 1999 = 100)

- Deflactado por el IPC
- Deflactado por los CLUT
- Deflactado por los CLUM
- Deflactado por el PIB
- Deflactado por el IPRI



Fuente: BCE.

Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Cuadro 3 Evolución del tipo de cambio del euro

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

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 4 de septiembre de 2013 con respecto al 3 de junio de 2013	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 4 de septiembre de 2013 con respecto al 4 de septiembre de 2012
TCE-21		0,6	5,5
Renminbi chino	18,6	1,1	1,0
Dólar estadounidense	16,8	1,3	4,7
Libra esterlina	14,8	-0,9	6,5
Yen japonés	7,1	0,5	32,9
Franco suizo	6,4	-0,9	2,8
Zloty polaco	6,1	0,0	1,6
Corona checa	5,0	0,1	3,6
Corona sueca	4,7	1,7	3,7
Won coreano	3,9	-1,8	1,1
Forint húngaro	3,2	2,0	5,8
Corona danesa	2,6	0,1	0,1
Leu rumano	2,0	1,1	-0,8
Kuna croata	0,6	1,1	1,4

Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado frente al dólar estadounidense (un 1,3 %) y frente al yen japonés (un 0,5 %), pero se ha depreciado frente a la libra esterlina (un 0,9 %). El euro se apreció también frente a la mayoría de las otras monedas europeas y frente a las monedas de los países exportadores de materias primas y de las economías emergentes de Asia. Las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron en general estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades.

Por lo que respecta los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en agosto de 2013, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 6,9 % por encima del nivel registrado un año antes (véase gráfico 5). Esta evolución refleja, en gran medida, la apreciación nominal del euro desde entonces, que solo se contrarrestó parcialmente con una menor tasa de inflación de los precios de consumo en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento interanual del agregado monetario amplio volvió a moderarse en el segundo trimestre en julio de 2013, aunque esta evolución se debió en parte a efectos de base. Al mismo tiempo, hubo signos de disminución de la fragmentación financiera de la zona del euro, aunque esta siguió siendo considerable. La mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, las entradas continuadas de capital procedente de inversores no residentes y el desplazamiento de fondos desde el exterior a países de la zona del euro sometidos a tensiones favorecieron la menor fragmentación y permitieron reducir sustancialmente el exceso de liquidez en el banco central. Dicha mejora de los mercados financieros y de la financiación bancaria no se ha traducido aún en un incremento de los préstamos al sector privado no financiero. En concreto, mientras que los préstamos a hogares parecen haberse estabilizado en general en el segundo trimestre del año, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras disminuyeron de nuevo significativamente en el mismo trimestre y en julio de 2013.

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó hasta el 2,2% en julio de 2013, frente al 2,8% del segundo trimestre y el 3,2% del primero (véanse gráfico 6 y cuadro 4), aunque se observaron significativas entradas mensuales. La evolución de M3 volvió a estar determinada por el fuerte crecimiento de M1, que fue el componente que más contribuyó al crecimiento total de M3.

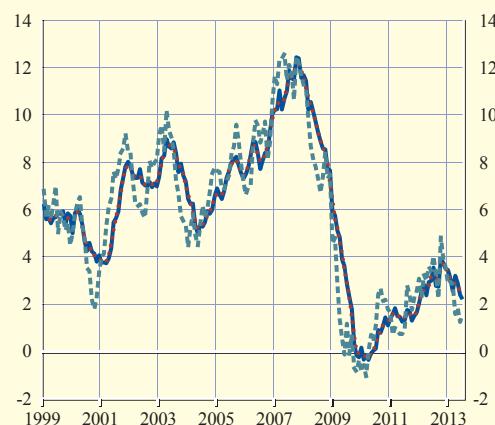
La evolución del crecimiento interanual de M1 continúa reflejando una preferencia persistente por la liquidez en un contexto en el que los niveles de remuneración de otros activos monetarios eran bajos (y cada vez menores). La evolución más reciente de M1 fue consecuencia, principalmente, de las considerables entradas de fondos en depósitos a la vista, que compensaron las salidas registradas en instrumentos negociables y la moderación observada en otros depósitos a corto plazo. Estos descensos continuos de las tasas de crecimiento de los componentes menos líquidos de M3 no son extraños en la coyuntura actual y se deben a diversos factores, entre los que se incluyen consideraciones de riesgo/rentabilidad, que favorecen a los activos no incluidos en M3, la menor (aunque aún considerable) fragmentación financiera y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores. La interrelación entre los citados factores quedó reflejada, por ejemplo, en la evolución de varios índices bursátiles, las continuadas entradas de capital en la zona del euro (en especial en los países sometidos a tensiones), el aumento de la financiación mediante depósitos bancarios en la mayoría de los países con tensiones en el segundo trimestre de 2013, y las significativas entradas observadas en los fondos de renta fija, de renta variable y mixtos en el primer semestre del año.

Sin embargo, esta mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito aún no se ha traducido en un mayor dinamismo de los préstamos al sector privado no financiero. Los préstamos

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldos vivos en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	2013 Jun	2013 Jul
M1	53,8	4,6	6,2	6,8	8,1	7,5	7,1
Efectivo en circulación	9,0	5,3	3,0	1,7	2,7	2,1	2,4
Depósitos a la vista	44,8	4,5	6,9	7,8	9,3	8,7	8,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	1,3	1,6	1,3	0,1	0,1	0,0
Depósitos a plazo hasta dos años	17,6	-0,9	-1,8	-3,7	-5,9	-5,6	-5,7
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,6	3,5	4,8	6,0	5,8	5,4	5,3
M2	93,0	3,2	4,2	4,3	4,6	4,3	4,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	7,0	1,9	-2,3	-8,5	-14,9	-17,0	-16,6
M3	100,0	3,1	3,6	3,2	2,8	2,4	2,2
Crédito a residentes en la zona del euro	0,9	0,5	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	
Crédito a las Administraciones Públicas	9,2	8,3	4,2	3,3	2,7	2,2	
Préstamos a las Administraciones Públicas	1,5	1,9	-0,8	-2,6	-6,0	-5,7	
Crédito al sector privado	-1,0	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	
Préstamos al sector privado	-0,6	-0,8	-0,8	-1,1	-1,6	-1,9	
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾	-0,1	-0,4	-0,3	-0,6	-1,0	-1,4	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	-4,3	-5,1	-5,1	-4,6	-4,3	-4,0	

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.

al sector privado volvieron a disminuir en el segundo trimestre y en julio, como consecuencia de la amortización neta de préstamos a las sociedades no financieras y de la atonía del crédito a los hogares, motivada por la debilidad de la demanda, la necesidad de desapalancamiento tras los excesos del pasado y, especialmente en determinados países de la zona del euro, las persistentes restricciones de oferta.

Las principales contrapartidas que favorecieron el crecimiento de M3 fueron la considerable mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM y las salidas que volvieron a registrar los pasivos financieros a más largo plazo en el segundo trimestre y en julio.

En conjunto, la evolución monetaria de los primeros siete meses de 2013 confirma la atonía del crecimiento monetario subyacente, que se debió, en particular, a la debilidad del crédito concedido por las IFM al sector privado.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

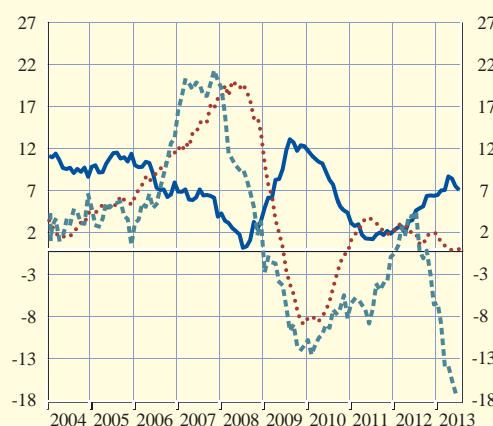
Los flujos de entrada registrados en M3 en el segundo trimestre y en julio de 2013 volvieron a estar impulsados principalmente por la evolución de los instrumentos monetarios líquidos incluidos en M1 (véase gráfico 7).

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó nuevamente y se situó en el 8,1 % en el segundo trimestre de 2013, frente al 6,8 % del primero. No obstante, más recientemente, se observó una desaceleración que se tradujo en una tasa de crecimiento interanual del 7,1 % en julio (véase cuadro 4). Estas elevadas tasas se registraron a pesar de que las entradas trimestrales de fondos en depósitos a la vista se

Gráfico 7 Principales componentes de M3

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

- M1
- Otros depósitos a corto plazo
- - - Instrumentos negociables

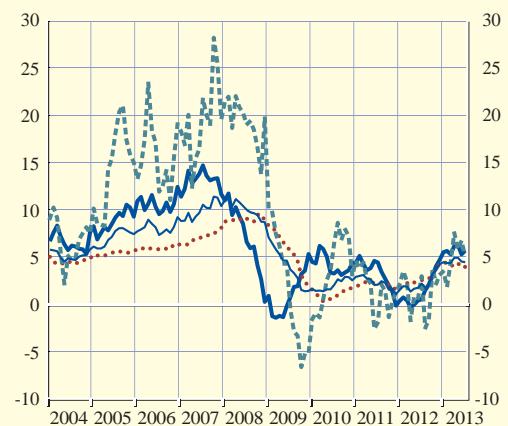


Fuente: BCE.

Gráfico 8 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales

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

- Sociedades no financieras
- Hogares
- - - Intermediarios financieros
- Total



Fuente: BCE.
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

debilitaron en el segundo trimestre, habiéndose producido una entrada más acusada en julio. El sólido crecimiento de M1 refleja la persistente preferencia de los hogares y de las sociedades no financieras por los depósitos líquidos, dados los bajos niveles de remuneración de los activos incluidos en M3. En este contexto, conviene señalar que la motivación subyacente del sector tenedor de dinero para desplazar los fondos hacia M1 fue distinta de la observada a finales de 2011 y principios de 2012, cuando los inversores (sobre todo los inversores institucionales) reaccionaron ante la incertidumbre imperante en los mercados financieros acumulando colchones de liquidez considerables. Si se ignoran estos motivos asociados a la creación de colchones de liquidez por parte de los inversores institucionales, y se observa, por tanto, el crecimiento interanual de M1 en manos del sector privado no financiero, el agregado monetario estrecho muestra propiedades de indicador adelantado del crecimiento del producto durante un período de aproximadamente tres o cuatro trimestres, particularmente en lo que respecta a los puntos de inflexión¹.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2 menos M1) descendió hasta el 0,1% en el segundo trimestre, desde el 1,3% del primero, antes de experimentar una disminución adicional y situarse en el 0,0% en julio (véase gráfico 8). Los depósitos a plazo hasta dos años registraron significativas salidas de fondos en el segundo trimestre, mientras que las entradas observadas en los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) siguieron siendo débiles, tendencia que se prolongó en julio.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) continuó descendiendo y se situó en el -14,9% en el segundo trimestre, frente al -8,5% del primero, antes de registrar una disminución adicional y situarse en el -16,6% en julio. En el segundo trimestre, el sector

1 Para más detalles, véase el recuadro titulado «El contenido informativo del crecimiento real de M1 para el crecimiento del PIB real de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.

tenedor de dinero redujo sustancialmente sus tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM, cuya tasa de crecimiento interanual cayó hasta el $-32,6\%$, frente al $-17,8\%$ del primer trimestre. Dicha tasa volvió a contraerse y se situó en el $-34,9\%$ en julio. Asimismo, también experimentaron acusados descensos las participaciones en fondos del mercado monetario (con una tasa de crecimiento interanual del $-9,7\%$ en el segundo trimestre y del $-11,4\%$ en julio, frente al $-4,3\%$ del primer trimestre) y —aunque en menor medida— las cesiones temporales (cuya tasa de crecimiento interanual fue del $-7,1\%$ en el segundo trimestre y del $-6,5\%$ en julio, frente al $-9,5\%$ del primer trimestre). En conjunto, las salidas que registraron los fondos del mercado monetario en el segundo trimestre siguieron obedeciendo a consideraciones relativas a la remuneración y a la continua reasignación de fondos hacia otros tipos de inversión, aunque en junio se intensificó la volatilidad de los mercados financieros (para más detalles, véase la sección 2.2). En un contexto de tipos de interés a corto plazo muy bajos, los fondos del mercado monetario han afrontado crecientes dificultades para generar rendimientos positivos significativos para los inversores. Estos niveles de tipos de interés están influyendo asimismo en el atractivo de los valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. Al mismo tiempo, la debilidad de las emisiones de estos valores (a todos los plazos) y de las participaciones en fondos del mercado monetario también tiene una dimensión estructural, ya que la regulación incentiva en especial la financiación de las entidades de crédito mediante depósitos, frente a la financiación en los mercados.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de información fiable por sectores, aumentó hasta situarse en el $4,5\%$ en el segundo trimestre, frente al $4,3\%$ del primero, antes de volver a caer hasta el $3,9\%$ en julio (véase gráfico 8). Como en meses anteriores, los hogares siguieron siendo los que más contribuyeron a dicha tasa de crecimiento. Es probable que la evolución de los flujos de los depósitos de M3, especialmente en julio, estuviera relacionada con la menor aversión al riesgo de los sectores tenedores de dinero en el contexto de bajos tipos de interés y de creciente búsqueda de rentabilidad. La demanda de dinero por parte de intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, OIF, que incluyen fondos de inversión y vehículos de titulización) puede ser muy errática en ocasiones, viéndose fuertemente afectada por la volatilidad de los mercados financieros y por los cambios en las rentabilidades relativas de una amplia gama de activos financieros. Si se examina la dispersión geográfica de los flujos de los depósitos de M3 de los hogares, se aprecia que las bases de depósitos de algunos países sometidos a tensiones mejoraron en los últimos meses, lo que contribuyó a seguir reduciendo la fragmentación financiera de la zona del euro.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro disminuyó hasta el $-0,1\%$ en el segundo trimestre de 2013, frente al $0,0\%$ del primero, antes de situarse en terreno incluso más negativo en julio (véase cuadro 4). Esta dinámica reflejó, en concreto, la nueva contracción del crédito al sector privado y los descensos adicionales de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas.

El crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas siguió teniendo un impacto positivo en el crecimiento monetario, aunque su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el $2,2\%$ en julio, desde el $3,3\%$ del segundo trimestre y el $4,2\%$ del primero. El debilitamiento observado en el segundo trimestre se debió fundamentalmente al descenso de los préstamos concedidos a este sector, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las adquisiciones de deuda pública por parte de las IFM continuó siendo positiva.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado se situó en el $-1,2\%$ en julio, frente al -1% del primer y segundo trimestre de 2013. Esta evolución ocultó las tendencias

divergentes de los distintos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones continuó aumentando y pasó a terreno positivo (el 1,1 % en julio, frente al –3,9 % del segundo trimestre y el –6 % del primero), mientras que la de las acciones y otras participaciones se mantuvo elevada (en el 6,2 % en el segundo trimestre y el 5,7 % en julio, frente al 5,5 % del primer trimestre). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado siguió cayendo, desde el –0,8 % del primer trimestre hasta el –1,1 % en el segundo trimestre y el –1,9 % en julio, como consecuencia, en particular, de la significativa amortización neta de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) cayó al –1,4 % en julio, desde el –0,6 % del segundo trimestre y el –0,3 % del primero (véase cuadro 4). Desde una perspectiva sectorial, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) lastraron el total del segundo trimestre, y los préstamos a hogares registraron un crecimiento positivo limitado. Los préstamos a intermediarios financieros no monetarios también disminuyeron. Estas tendencias sectoriales continuaron en julio.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció estable en torno a los niveles alcanzados a comienzos de año y se situó en el 0,3 % en julio, sin variación con respecto al segundo trimestre y solo ligeramente por debajo del 0,4 % registrado en el primer trimestre (para más detalles, véase la sección 2.7).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) descendió hasta situarse en el –2,8 % en julio, frente al –1,9 % del segundo trimestre y el –1,4 % del primero. El detalle por plazos de vencimiento muestra que, en el segundo trimestre y en julio, la mayoría de las amortizaciones correspondieron a los plazos más cortos y fueron generalizadas en los distintos países de la zona del euro (para más información, véase la sección 2.6).

En conjunto, la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito no se ha traducido en un aumento de los préstamos al sector privado no financiero. De hecho, el crédito a este sector disminuyó nuevamente en los últimos meses. La debilidad del crédito bancario parece reflejar, principalmente, factores de demanda de carácter cíclico y estructural, aunque siguen existiendo restricciones de oferta en algunos países.

Adoptando una perspectiva más cíclica, factores tales como la debilidad general de la actividad económica, los niveles permanentemente elevados de incertidumbre y la persistente (aunque cada vez menor) fragmentación de los mercados financieros están tendiendo a influir negativamente en la demanda de préstamos. Al interpretar el impacto de estos factores en la evolución de los préstamos a diferentes sectores deben tenerse en cuenta las diferencias típicas entre el crecimiento de los préstamos a hogares y el crecimiento de los préstamos a empresas durante el ciclo económico. De hecho, el primero suele moverse generalmente en línea con el ciclo económico, mientras que el segundo tiende a ir unos tres o cuatro trimestres por detrás del ciclo. Estos distintos patrones cíclicos obedecen a diversos factores. Por ejemplo, el patrón típico de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras puede reflejar el hecho de que las empresas utilicen inicialmente los fondos internos y las líneas de crédito previamente contratadas, y solo más tarde recurran a la financiación externa. Por el lado de la oferta, las entidades de crédito pueden preferir, en un principio, incrementar sus préstamos a hogares —más que a las empresas— durante una fase de recuperación, ya que los primeros (especialmente los préstamos para adquisición de vivienda) están mejor garantizados².

2 Para un análisis más detallado, véase el artículo titulado «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

Desde una perspectiva a medio plazo, es previsible que la necesidad de reducir el endeudamiento de las empresas y de los hogares en algunos países influya negativamente en la demanda de préstamos. Finalmente, como consecuencia de diversos factores, como las características específicas de los distintos países y negocios, las empresas han recurrido de forma creciente a fuentes de financiación alternativas (como los fondos generados internamente y el acceso directo a los mercados de capitales mediante la emisión de valores representativos de deuda).

Los factores de oferta continúan afectando al crecimiento de los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras, especialmente en países sometidos a tensiones. En este contexto, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sugieren que la percepción del riesgo es el principal factor determinante del endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. En este sentido, la relativa reticencia de las entidades de crédito a conceder préstamos también puede deberse a sus intentos de ajustar su política crediticia a los nuevos requisitos regulatorios.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se situó en el -4 % en julio, frente al -4,6 % del segundo trimestre y el -5,1 % del primero (véase gráfico 9). No obstante, en el segundo trimestre esta contrapartida registró otro flujo de salida considerable, impulsado principalmente por la disminución de las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por IFM de la zona del euro. Esta evolución obedeció al desapalancamiento general del sector financiero, especialmente en los países sometidos a tensiones, así como a consideraciones relativas a la regulación, que animan a las entidades de crédito a sustituir la financiación mediante deuda por financiación mediante depósitos. La amortización neta de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por IFM de la zona del euro

Gráfico 9 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM

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

— M3
····· Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)

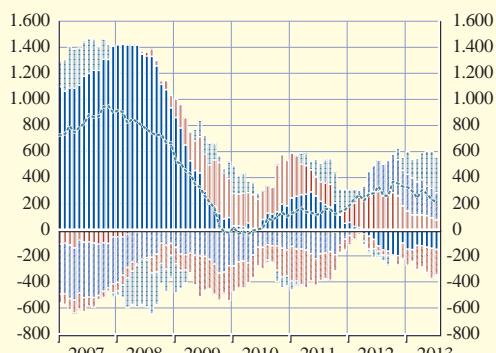


Fuente: BCE.

Gráfico 10 Contrapartidas de M3

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

— Crédito al sector privado (1)
— Crédito a las AAPP (2)
— Activos exteriores netos (3)
— Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
— Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)
— M3



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.

continuó en el segundo trimestre y en julio. Asimismo, en algunos países con dificultades se observó una tendencia de los hogares a desplazar fondos hacia los depósitos a largo plazo, posiblemente como consecuencia de los cambios regulatorios en dichos países.

El aumento de la confianza en la zona del euro continuó viéndose reflejado en el lado de las contrapartidas en las entradas de capital, como indicó la mejora de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro. De hecho, esta posición, que recoge los flujos de capitales del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como la transferencia de activos emitidos por el sector tenedor de dinero, registró un nuevo flujo trimestral de entrada en el segundo trimestre, y otra entrada en julio (véase gráfico 10). Estos flujos continuaron la serie de significativas entradas observadas desde julio de 2012, habiéndose acumulado un total de 273 mm de euros en dicho período (véase también el recuadro 3).

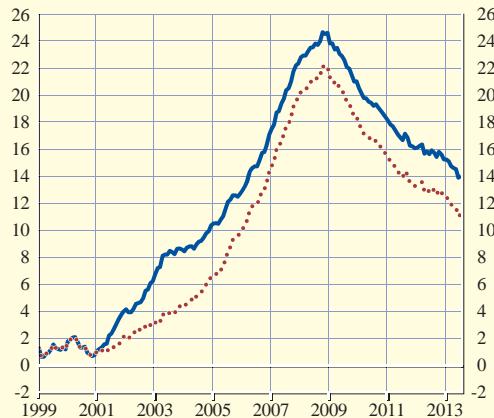
VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO

Los flujos observados en M3 entre finales de diciembre de 2012 y de julio de 2013 se tradujeron en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro antes de la crisis (véanse gráficos 11 y 12). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reabsorbido una cantidad significativa de la abundante liquidez que se acumuló antes de la crisis. De cara al futuro, es posible que algunos indicadores se aproximen a niveles

Gráfico 11 Estimaciones de la brecha monetaria nominal¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5 %), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria real¹⁾

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera²⁾



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5 %), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

indicativos de una situación de liquidez equilibrada en la economía. No obstante, se ha de recordar que estos indicadores de la liquidez deben interpretarse con cautela, ya que se basan en una evaluación de los saldos monetarios de equilibrio que lleva asociada una incertidumbre considerable.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente siguió siendo tenue en el segundo trimestre y en julio. El crecimiento de M3 se moderó en el segundo trimestre, debido a la normalización del comportamiento en la asignación de carteras en el contexto de menor fragmentación financiera y de búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversores. Al mismo tiempo, la debilidad del crecimiento del crédito al sector privado es atribuible, principalmente, a factores de demanda de carácter cíclico y estructural y, en menor medida, a factores de oferta. Adoptando una perspectiva a medio plazo, un requisito previo fundamental para la recuperación sostenida del crédito a este sector es el restablecimiento de la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y el retorno de la demanda de crédito bancario por parte del sector privado.

Dado el impacto a la baja que está teniendo la corrección de excesos del pasado en el crecimiento monetario y crediticio subyacente, el crecimiento monetario agregado de la zona del euro en su conjunto no apunta a la existencia de riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2013. En el período de doce meses transcurrido hasta junio de 2013, el agregado de inversiones directas y de cartera en la zona del euro registró entradas netas por importe de 64,5 mm de euros, frente a las salidas netas de 60 mm de euros contabilizadas un año antes (véase cuadro). Estas entradas se compensaron con creces con las salidas netas de 324,5 mm de euros contabilizadas en la partida de otras inversiones, reflejando un superávit considerable en la balanza por cuenta corriente de la zona del euro. Tras el anuncio en septiembre de 2012 de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), mejoró la situación en los mercados financieros y los inversores extranjeros incrementaron sustancialmente su exposición a acciones y participaciones y a valores distintos de acciones de la zona del euro.

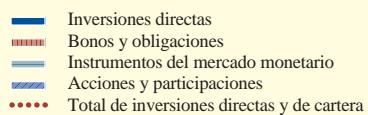
El cambio de signo en el saldo del agregado de inversiones directas y de cartera de la zona del euro en el período de doce meses transcurrido hasta junio de 2013 se debió a un aumento de las entradas netas de fondos en forma de inversiones de cartera. Desde el anuncio de las OMC, los inversores extranjeros han aumentado considerablemente sus compras de valores emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro. Al mismo tiempo, los inversores de la zona también incrementaron sus adquisiciones de valores extranjeros, aunque en menor medida. Este aumento tuvo su origen principalmente en las compras de acciones y participaciones y valores distintos de acciones extranjeros por parte de instituciones distintas de IFM de la zona del euro, mientras que las IFM de la zona continuaron siendo vendedoras netas de valores extranjeros distintos de acciones, en un contexto de reestructuración de sus balances. La partida de otras inversiones netas pasó a ser negativa y contrarrestó con creces las entradas de inversiones de cartera, en un entorno de sustanciales desinversiones de no residentes en depósitos y préstamos de las IFM de la zona del euro.

En el segundo trimestre de 2013, el agregado de inversiones directas y de cartera registró entradas netas por importe de 52,3 mm de euros, frente a las salidas netas de 13 mm de euros contabilizadas en el primer

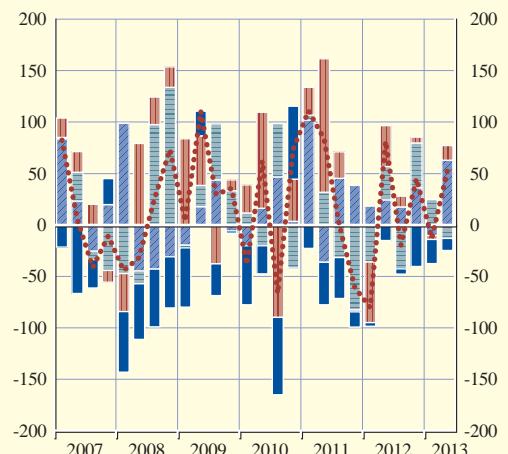
trimestre del año. Los flujos de inversiones de cartera se redujeron en el segundo trimestre y tanto los inversores de la zona del euro como los extranjeros resultaron compradores netos de acciones y participaciones y valores distintos de acciones. En junio de 2013 —último mes para el que se dispone de datos— los inversores de la zona del euro realizaron ventas netas de valores de renta variable extranjeros, mientras que los inversores extranjeros efectuaron compras netas de acciones y participaciones de la zona del euro. En ese mismo mes, los inversores extranjeros redujeron sus tenencias de valores distintos de acciones de la zona del euro, aunque esta reducción se compensó, en parte, con las ventas netas de bonos y obligaciones extranjeros realizadas por inversores de la zona. Los pasivos de otras inversiones de las IFM de la zona del euro registraron salidas netas en el segundo trimestre de 2013, tras contabilizar unas escasas entradas netas en el primer trimestre. Además, las IFM de la zona del euro ampliaron sus compras de activos de otras inversiones extranjeras en el segundo trimestre de 2013, pero pasaron a ser vendedores netos en junio de 2013. El cambio de sentido observado

Principales partidas de la cuenta financiera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



 Inversiones directas
 Bonos y obligaciones
 Instrumentos del mercado monetario
 Acciones y participaciones
 Total de inversiones directas y de cartera



Fuente: BCE.

Principales partidas de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	Cifras acumuladas de tres meses						Cifras acumuladas de doce meses	
	2013		2012		2013		2012	2013
	May	Jun	Sep	Dic	Mar	Jun	Jun	Jun
Cuenta financiera¹⁾	-9,8	-24,8	-41,6	-87,8	-37,8	-53,1	-68,9	-220,2
Total de inversiones directas y de cartera netas	39,5	18,1	-19,7	44,9	-13,0	52,3	-60,0	64,5
Inversiones directas netas	0,2	-5,1	-4,9	-40,4	-23,6	-11,7	-73,3	-80,6
Inversiones de cartera netas	39,2	23,2	-14,8	85,3	10,7	64,0	13,3	145,1
Acciones y participaciones	41,9	26,7	17,5	36,0	-10,3	62,9	126,4	106,1
Valores distintos de acciones	-2,7	-3,5	-32,3	49,3	20,9	1,1	-113,1	39,0
Bonos y obligaciones	-2,6	-5,4	10,5	5,5	-3,7	14,2	5,2	26,5
Instrumentos del mercado monetario	-0,1	1,9	-42,8	43,8	24,7	-13,1	-118,3	12,5
Otras inversiones netas	-41,5	-56,5	-24,6	-158,0	-34,1	-107,8	40,3	-324,5
De las cuales: instituciones distintas de IFM²⁾								
Inversiones directas netas	-0,6	-3,2	-6,9	-41,3	-27,4	-11,2	-77,9	-86,8
Inversiones de cartera netas	43,3	23,2	0,9	89,2	8,8	65,2	-5,7	164,1
Acciones y participaciones	44,5	40,4	20,6	56,5	11,4	80,6	88,3	169,1
Valores distintos de acciones	-1,2	-17,1	-19,7	32,7	-2,7	-15,3	-94,0	-5,0
Otras inversiones netas	21,5	-4,4	9,5	-50,2	3,4	15,6	8,9	-21,6

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Las cifras corresponden a saldos (flujos netos). Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta.

2) Administraciones Públicas y otros sectores de la balanza de pagos.

en algunos de los flujos en 2013 en comparación con las cifras trimestrales podría haber tenido su origen en la incertidumbre de los inversores respecto a una posible reducción de la política de relajación cuantitativa en Estados Unidos.

Las IFM de la zona del euro continuaron reduciendo sus tenencias de valores distintos de acciones extranjeros en el contexto de la reestructuración de sus balances en el segundo trimestre de 2013, pero siguieron adquiriendo acciones y participaciones extranjeras. Los no residentes en la zona del euro parecen haber desplazado, en parte, los fondos invertidos previamente en acciones y participaciones y bonos y obligaciones emitidos por IFM de la zona del euro hacia instrumentos del mercado monetario de estas instituciones, lo que se tradujo en ventas netas de valores emitidos por IFM de la zona del euro. Las instituciones distintas de IFM de la zona incrementaron ligeramente sus adquisiciones netas de instrumentos del mercado monetario extranjeros, al tiempo que redujeron de forma considerable sus compras de valores de renta variable extranjeros y de bonos y obligaciones. Las adquisiciones netas por parte de inversores extranjeros de valores internos emitidos por instituciones distintas de IFM de la zona del euro se mantuvieron en niveles elevados, pero se redujeron en comparación con el trimestre anterior, pese a un incremento de la inversión en valores de renta variable, debido a un descenso de la inversión en bonos y obligaciones y a las salidas netas observadas en instrumentos del mercado monetario.

En conjunto, las entradas netas de inversiones de cartera en el segundo trimestre contribuyeron a un incremento de la liquidez de la zona del euro, que se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3. Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, las operaciones en las que participa el sector de instituciones distintas de IFM fueron un importante factor determinante del aumento registrado en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM en el segundo trimestre de 2013.

2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros disminuyó moderadamente y se situó en el 2,3% en el primer trimestre de 2013, como consecuencia de la persistente debilidad del entorno económico y de las menores oportunidades para generar ingresos. Como reflejo de ello, la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones también descendió, situándose en el 3,3% en el primer trimestre. Por último, los fondos de inversión volvieron a registrar entradas en el segundo trimestre de 2013, aunque fueron de menor cuantía que las observadas en los dos trimestres anteriores, debido, principalmente, a una salida mensual en junio (que ha de considerarse en el contexto del incremento temporal de la volatilidad de los mercados financieros en dicho mes).

SECTORES NO FINANCIEROS

En el primer trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros disminuyó moderadamente y se situó en el 2,3%, frente al 2,5% del cuarto trimestre de 2012 (véase cuadro 5). Esta evolución estuvo determinada por un crecimiento interanual más débil del efectivo y depósitos y por una nueva contracción de los valores distintos de acciones. El descenso trimestral de la tasa de crecimiento interanual de estas dos categorías de inversión se vio compensado en parte por el ligero aumento de las tasas de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión y de las reservas técnicas de seguro.

Cuadro 5 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual									
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I
Inversión financiera	100	3,6	3,6	3,7	3,3	2,6	2,7	2,3	2,2	2,5	2,3
Efectivo y depósitos	24	3,2	3,8	4,2	3,8	3,3	4,1	3,4	3,6	3,7	2,9
Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros	5	5,0	6,1	7,1	7,6	3,0	2,0	1,2	0,2	-5,5	-8,3
<i>De los cuales:</i> A corto plazo	0	-7,7	0,0	7,5	1,9	20,4	17,1	19,7	19,9	-5,6	-18,6
<i>De los cuales:</i> A largo plazo	4	6,1	6,7	7,1	8,1	1,7	0,8	-0,3	-1,3	-5,5	-7,4
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,1	2,6	2,7	2,5	2,5	2,7	2,2	1,9	1,8	2,0
<i>De las cuales:</i> Acciones cotizadas	5	2,9	0,9	0,7	2,5	1,8	2,5	3,0	1,0	0,9	0,5
<i>De las cuales:</i> Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,2	3,0	3,1	2,4	2,6	2,7	2,0	2,1	2,0	2,3
Participaciones en fondos de inversión	5	-3,6	-4,4	-3,1	-4,8	-5,2	-3,8	-3,0	-1,0	0,8	2,6
Reservas técnicas de seguro	16	4,4	3,7	3,1	2,6	2,0	1,7	1,7	1,7	2,1	2,4
Otros ²⁾	21	5,8	6,0	5,6	5,6	4,1	3,5	2,9	2,6	4,8	4,9
M3³⁾	1,1	1,8	1,3	1,7	1,6	2,8	3,0	2,7	3,5	2,5	

Fuente: BCE.

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

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

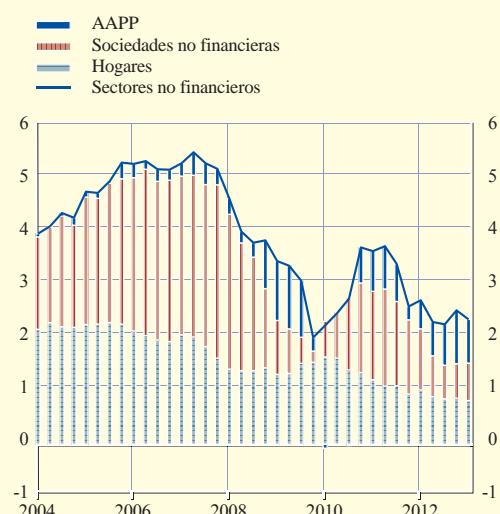
3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

El detalle por sectores pone de manifiesto que la acumulación de activos financieros por parte de los hogares volvió a disminuir en el primer trimestre, manteniendo la tendencia observada desde finales de 2010. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera del sector de Administraciones Públicas también descendió, aunque se mantuvo alta. Desde mediados de 2010, la evolución de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se ha visto significativamente afectada por la transmisión de activos a estructuras de «bancos malos» y por la recapitalización de determinados sistemas bancarios nacionales (véase gráfico 13). El crecimiento persistentemente moderado del saldo de activos financieros en poder de los hogares refleja la frágil evolución de las rentas y los esfuerzos por rebajar el endeudamiento en algunos países. La composición de esta inversión sugiere que los hogares buscan rentabilidad en un entorno de activos monetarios escasamente remunerados, como ilustran, por ejemplo, el aumento de la inversión en participaciones en fondos de inversión por parte de los hogares y el menor crecimiento de los depósitos de M3 en el primer trimestre de 2013.

En cambio, las sociedades no financieras aumentaron la acumulación de activos financieros en el primer trimestre de 2013, debido, por completo, al crecimiento de las tenencias de acciones no cotizadas y otras participaciones, que probablemente reflejan los beneficios no distribuidos de las empresas. Los depósitos no registraron un incremento paralelo, lo que podría indicar que las sociedades no financieras utilizaron los fondos generados

Gráfico 13 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

internamente para su financiación, en vez de recurrir a los préstamos de las IFM. Para obtener información más detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero, véanse las secciones 2.6 y 2.7. En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2012», publicado en el Boletín Mensual de agosto de 2013, también se proporciona información sobre todos los sectores institucionales.

INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se redujo hasta el 3,3% en el primer trimestre de 2013 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro; véase gráfico 14). Esta disminución se registró tras el sustancial aumento observado en el cuarto trimestre de 2012 (cuando la tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,6%). La evolución del primer trimestre de 2013 refleja los descensos de las tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones y, en menor medida, de las participaciones en fondos de inversión. En cambio, las tasas de crecimiento interanual de la inversión en acciones cotizadas y de la inversión en acciones no cotizadas se incrementaron. Pese a la caída de sus tasas de crecimiento interanual, las participaciones en fondos de inversión y los valores distintos de acciones siguieron siendo los que más contribuyeron a la inversión financiera total de las empresas de seguros y fondos de pensiones

Los datos relativos a los fondos de inversión para el segundo trimestre de 2013 ya están disponibles. Las participaciones emitidas por los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado

Gráfico 14 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

- Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas y otras participaciones
- Participaciones en fondos de inversión
- Otros¹⁾
- Activos financieros totales



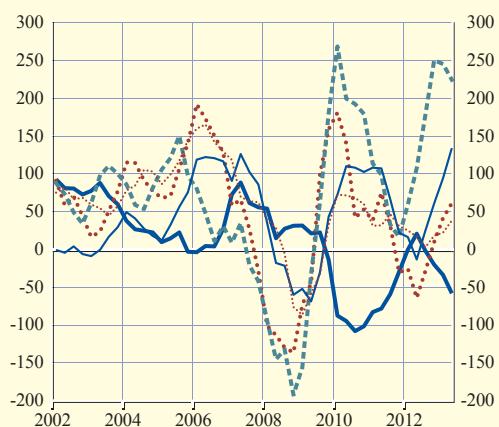
Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

Gráfico 15 Flujos de entrada neta anual en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)

- Fondos del mercado monetario
- Fondos de renta variable¹⁾
- Fondos de renta fija¹⁾
- Fondos mixtos¹⁾
- Otros fondos^{1,2)}



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtenían de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de estimaciones del BCE.

2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

monetario registraron una entrada trimestral de 92 mm de euros en dicho trimestre, frente a la cifra de 160 mm de euros del primer trimestre del año. Este nuevo flujo positivo del segundo trimestre apunta a que continuó la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, en el contexto de la normalización de las inversiones de cartera y de bajos tipos de interés. La reducción de los flujos trimestrales con respecto al primer trimestre se debe, principalmente, a la fuerte caída mensual de junio, que es probable que refleje el aumento temporal de la volatilidad de los mercados financieros en dicho mes. Adoptando una perspectiva a largo plazo, este tipo de inversión continuó registrando entradas netas interanuales, que se situaron en 458 mm de euros en el segundo trimestre de 2013 (lo que equivale a una tasa de crecimiento interanual del 7,3%). El detalle por tipo de inversión muestra que las emisiones de los fondos de renta fija siguieron creciendo con mayor fuerza en términos interanuales, con unas entradas netas interanuales acumuladas de 225 mm de euros, mientras que las emisiones de los fondos mixtos y de renta variable registraron entradas netas interanuales por valor de 134 mm de euros y de 61 mm de euros, respectivamente (véase gráfico 15). El análisis de las operaciones en el segundo trimestre de 2013 muestra una preferencia considerablemente más marcada por los fondos que invierten en su totalidad o en parte en valores de renta fija, habiendo registrado los fondos de renta fija y mixtos sustanciales entradas trimestrales de magnitud similar (38 mm de euros y 34 mm de euros, respectivamente), y los fondos de renta variable, entradas trimestrales de cuantía insignificante. Sin embargo, las tensiones de los mercados financieros en junio influyeron en el importe de la inversión canalizada a través de los fondos de renta fija y de renta variable.

En contraposición a las sólidas entradas observadas en las participaciones en fondos de inversión en el segundo trimestre de 2013, las participaciones en fondos del mercado monetario continuaron registrando salidas en dicho trimestre, con ventas netas por parte de los inversores que ascendieron a un total de 55 mm de euros, en un entorno de bajos tipos de interés y de escaso rendimiento de este tipo de inversión.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

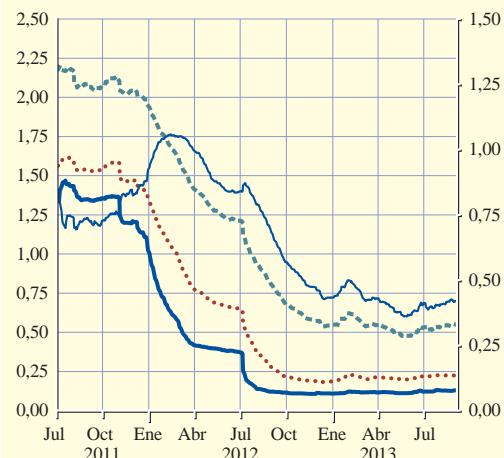
Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron ligeramente entre junio y principios de septiembre de 2013. Al mismo tiempo, en este período las indicaciones del BCE sobre la evolución futura de los tipos de interés ejercieron cierta presión a la baja sobre las expectativas relativas a los tipos de interés del mercado monetario (como los futuros del euríbor), y su volatilidad. Salvo por un ligero incremento temporal a finales de julio, el eonia se mantuvo estable en niveles bajos, como reflejo de los tipos de interés oficiales históricamente reducidos del BCE, así como de la persistencia de un abultado exceso de liquidez en el mercado monetario a un día.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron ligeramente entre el 5 de junio y el 4 de septiembre de 2013. El 4 de septiembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,13%, el

Gráfico 16 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

- Euríbor a un mes (escala izquierda)
- Euríbor a tres meses (escala izquierda)
- - - Euríbor a doce meses (escala izquierda)
- Diferencial entre los tipos euríbor a doce meses y a un mes (escala derecha)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Gráfico 17 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

Gráfico 18 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

0,23%, el 0,34% y el 0,55%, respectivamente, es decir, 2, 3, 4 y 7 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 5 de junio. 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, se incrementó 5 puntos básicos durante ese período y el 4 de septiembre se situó en 42 puntos básicos (véase gráfico 16).

El 4 de septiembre, el tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,10%, 3 puntos básicos por encima del nivel observado el 5 de junio. Dado que el correspondiente euríbor también aumentó 3 puntos básicos, el diferencial entre estos dos tipos no varió. El eurepo a tres meses con garantías se situó en el 0,05% el 4 de septiembre, 4 puntos básicos por encima del nivel registrado el 5 de junio (véase gráfico 17).

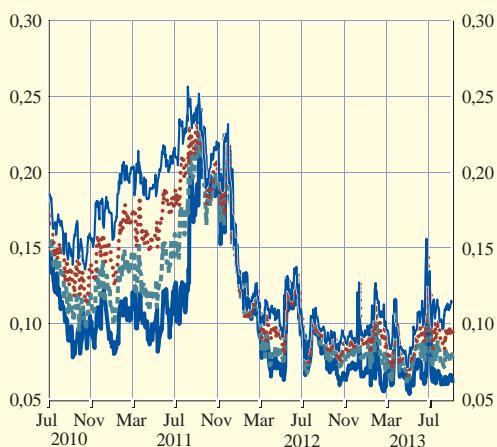
El 4 de septiembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2013 y en marzo y junio de 2014 se situaron en el 0,23%, el 0,29%, el 0,38% y el 0,47%, respectivamente, lo que representa aumentos de 3, 5, 9 y 13 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de junio (véase gráfico 18). No obstante, estos tipos continuaron estando por debajo (5, 5, 4 y 1 puntos básicos, respectivamente) de los niveles registrados el 4 de julio, antes de las indicaciones del BCE sobre la evolución futura de los tipos de interés. Las volatilidades implícitas obtenidas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante de tres, seis, nueve y doce meses disminuyeron tras las citadas indicaciones del BCE y se mantuvieron básicamente estables a partir de entonces (véase gráfico 19).

Si se considera el vencimiento a un día, el eonia se situó en una media del 0,09% entre el 5 de junio y el 4 de septiembre, un punto básico por encima de la media registrada entre el 6 de marzo y el 5 de junio. El 4 de septiembre, el eonia se situó en el 0,07% (véase gráfico 20).

Gráfico 19 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante

(porcentajes; datos diarios)

— Plazo de vencimiento constante de tres meses
 Plazo de vencimiento constante de seis meses
 - - - Plazo de vencimiento constante de nueve meses
 — Plazo de vencimiento constante de doce meses



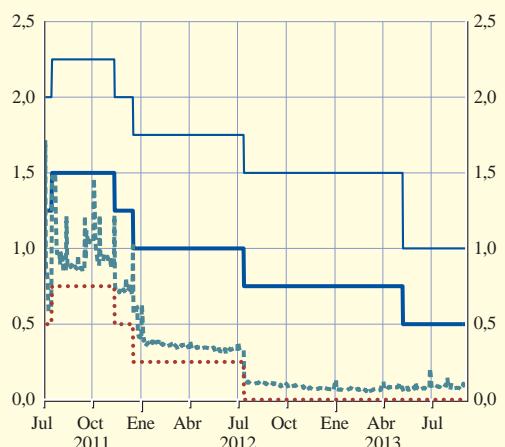
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

Gráfico 20 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(porcentajes; datos diarios)

— Tipo fijo de las operaciones principales de financiación
 Tipo de depósito
 - - - Tipo a un día (eonia)
 — Tipo marginal de crédito



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana, un período de mantenimiento y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena (véase recuadro 4).

Recuadro 4

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 8 DE MAYO Y EL 6 DE AGOSTO DE 2013

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 11 de junio, el 9 de julio y el 6 de agosto de 2013, es decir, el quinto, el sexto y el séptimo período de mantenimiento del año.

Tras las decisiones del Consejo de Gobierno de 6 de diciembre de 2012 y 2 de mayo de 2013, las operaciones principales de financiación (OPF) siguieron ejecutándose, durante el período analizado, mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento se utilizó también en las operaciones de financiación especiales con plazo de un período de mantenimiento. El tipo fijo de estas operaciones fue el mismo que para las OPF vigentes en ese momento.

Además, las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses adjudicadas en el período analizado también se llevaron a cabo mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones se fijaron en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OFPML. Por último, tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno del 2 de mayo de 2013, el tipo de interés de las OPF se redujo 25 puntos básicos y el tipo de la facilidad marginal de crédito se redujo 50 puntos básicos.

Necesidades de liquidez

En el período considerado, las necesidades diarias agregadas de liquidez del sistema bancario —definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas— ascendieron, en promedio, a 609,8 mm de euros, lo que representa un aumento de 14,7 mm de euros con respecto a la media diaria de los tres períodos de mantenimiento anteriores. Las exigencias de reservas se mantuvieron prácticamente estables en 105 mm de euros, mientras que los factores autónomos se incrementaron en 14,9 mm de euros, pasando de 490 mm de euros a 504,9 mm de euros, representando así el grueso del aumento de las necesidades de liquidez.

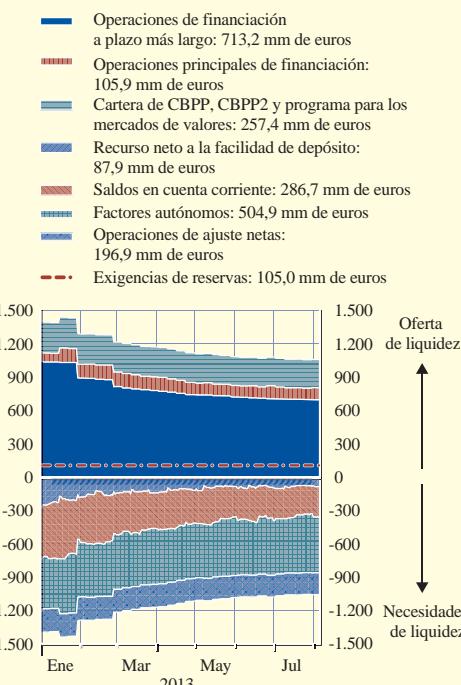
Examinando las contribuciones individuales al aumento de los factores autónomos, se observa que la mayor parte de esta variación corresponde a dos componentes. Los billetes en circulación aumentaron a un ritmo más rápido durante el período analizado que en el período anterior, debido a la evolución estacional normal de los meses de verano.

La mayor demanda de billetes por parte del público durante los períodos de mantenimiento que finalizaron en julio y agosto dio lugar a un incremento de 16 mm de euros en este componente. Además, las variaciones de la rúbrica «otros factores autónomos» hicieron aumentar las necesidades de liquidez del sistema bancario. Este componente incluye la partida del balance A6 («otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro») y abarca, entre otros, la provisión de liquidez de emergencia. Una disminución de esta asistencia incrementa los factores autónomos. En la medida en que la disminución de la provisión de liquidez de emergencia se compensa con un mayor recurso a las operaciones del Eurosistema, el efecto sobre el exceso de liquidez es neutro, ya que el incremento de los saldos vivos en las operaciones de política monetaria y el aumento de los factores autónomos se compensan entre sí.

Las variaciones en los depósitos agregados de las Administraciones Públicas en el Eurosistema también contribuyeron a la evolución de los factores autónomos durante los períodos de mantenimiento considerados. Las variaciones de este

Gráfico A Necesidades de liquidez del sistema bancario y oferta de liquidez

(mm de euros; datos diarios)



Fuente: BCE.

componente tienen un impacto significativo en la volatilidad de los factores autónomos, aunque su efecto es menor a nivel promedio. Durante el período analizado, este componente llegó a fluctuar hasta 60,2 mm de euros. Algunos BCN mostraron un patrón mensual regular, siendo la Banca d'Italia la que registró las variaciones más significativas. Estas variaciones reflejaban la recaudación de impuestos mensual (entre el 19 y el 23 de cada mes) y el pago de salarios, pensiones y prestaciones sociales (en torno al día primero de cada mes)¹.

Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas ascendieron en promedio a 181,6 mm de euros durante el período considerado, con una clara tendencia descendente: el exceso de reservas se redujo, en promedio, desde 195 mm de euros en el quinto período de mantenimiento del año hasta 181,4 mm de euros y 165,1 mm de euros en el sexto y en el séptimo, respectivamente. Esta reducción, así como el descenso del recurso neto medio a las facilidades permanentes estuvieron asociados, en gran medida, al reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años y a una reducción general de la liquidez, como se describe a continuación.

Oferta de liquidez

Como en los tres períodos de mantenimiento anteriores, la liquidez total proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto siguió reduciéndose, en promedio, pasando de 977,5 mm de euros a 879,4 mm de euros, lo que representa un descenso de 98,1 mm de euros. La liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta² ascendió, en promedio, a 622 mm de euros durante el período considerado, es decir, 87 mm de euros menos que en el período de referencia anterior. La liquidez proporcionada en las OPF semanales se mantuvo bastante estable durante el período analizado, situándose, en promedio, en 105,9 mm de euros, aunque se redujo ligeramente con respecto a los tres períodos de mantenimiento anteriores.

Durante el período analizado, las OFPML con vencimientos a tres meses y a un período de mantenimiento contribuyeron, en promedio, con 22,8 mm de euros a la oferta de liquidez, lo que supone un descenso de 4 mm de euros en relación con el período de referencia anterior y una continuación de la tendencia observada desde el comienzo del año, cuando esas OFPML aportaron 43,8 mm de euros. Las OFPML a tres años proporcionaron, en promedio, 689,9 mm de euros, ya que las entidades de contrapartida reembolsaron 41,4 mm de euros durante el período de referencia. En promedio, el volumen de los reembolsos semanales se ha reducido en los últimos períodos de mantenimiento, ascendiendo a 4,3 mm de euros en el quinto período de mantenimiento del año, a 3,1 mm de euros en el sexto y a 1,8 mm de euros en el séptimo.

El saldo agregado de los valores mantenidos con fines de política monetaria, es decir, los adquiridos en el marco del primer y segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP y CBPP2) y del programa para los mercados de valores se situó, en promedio, en 257,4 mm de euros, lo que representa una reducción de 10,9 mm de euros.

El saldo vivo de los valores adquiridos en el marco del CBPP, programa que finalizó en junio de 2010, ascendía a 44,1 mm de euros al final del período considerado, es decir, 2,1 mm de euros menos que en el período de referencia anterior, como consecuencia de los vencimientos. El saldo vivo de los

1 Para más información, véase el artículo titulado «Experiencia del Eurosistema en la predicción de los factores autónomos y del exceso de reservas», *Boletín Mensual*, BCE, enero 2008.

2 Las operaciones de subasta incluyen las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y las operaciones de ajuste (que pueden ser tanto de inyección como de absorción de liquidez).

activos mantenidos en el marco del CBPP2, programa que finalizó el 31 de octubre de 2012, se situó en 15,8 mm de euros, cifrándose los vencimientos en 0,2 mm de euros. El valor de las adquisiciones liquidadas en el marco del programa para los mercados de valores experimentó un descenso de 8,4 mm de euros, debido también a los vencimientos, con lo que el saldo vivo agregado al final del período de referencia se situó en 192,6 mm de euros. Las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez lograron neutralizar toda la liquidez proporcionada por el programa para los mercados de valores.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez fluctuó entre un mínimo de 225,7 mm de euros (el 30 de julio) y un máximo de 328 mm de euros (el 13 de mayo). Como se explicaba anteriormente, los principales factores determinantes fueron las fluctuaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas, el aumento de los billetes en circulación y una disminución de la liquidez suministrada a través de las operaciones de mercado abierto. Dado que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantiene en el 0% y, por consiguiente, es igual al de la remuneración del exceso de reservas, las entidades de contrapartida mantienen prácticamente una posición neutra con respecto a la distribución de su exceso de liquidez. En los tres períodos de mantenimiento considerados, el patrón permaneció bastante estable, manteniéndose alrededor del 33% del exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 67% en forma de exceso de reservas (véase gráfico B).

Evolución de los tipos de interés

Durante el período analizado, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se redujo del 1,50% al 1%, y el aplicado a las OPF se redujo hasta el 0,50%. El tipo de interés de la facilidad de depósito se mantuvo sin cambios en el 0%. Estos cambios se produjeron con efectos a partir del 8 de mayo de 2013.

Gráfico B Evolución del exceso de liquidez y su distribución entre exceso de reservas y facilidades permanentes desde el 11 de julio de 2012

(mm de euros; datos diarios)

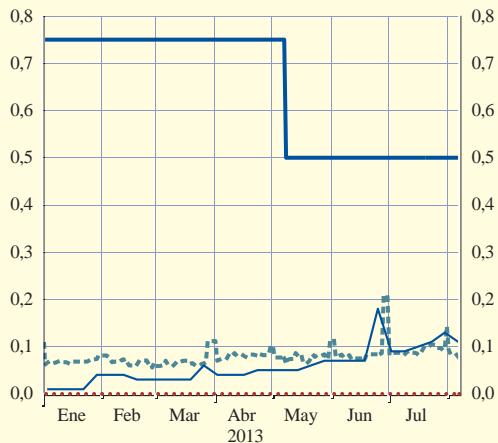


Fuente: BCE.

Gráfico C Algunos tipos de interés del BCE, eonia y tipo medio ponderado de las operaciones de ajuste

(porcentajes; datos diarios)

- Tipo de las OPF
- Tipo de la facilidad de depósito
- - - Eonia
- Tipo medio ponderado de las operaciones de ajuste



Fuente: BCE.

En vista de la holgada situación de liquidez observada durante el período considerado, el eonia se mantuvo próximo al tipo de interés de la facilidad de depósito, situándose, en promedio, en 8,6 puntos básicos, es decir, ligeramente por encima del promedio de 7,4 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento precedentes. En el período de mantenimiento que finalizó el 6 de agosto de 2013, el eonia se situó en un promedio de 9,4 puntos básicos, reflejando las variaciones de la situación de liquidez. El nivel medio del exceso de liquidez durante ese período de mantenimiento fue el más bajo observado desde la liquidación de la primera OFPML a tres años. Los tipos de interés de las operaciones de ajuste semanales de absorción de liquidez experimentaron un aumento, ascendiendo el tipo medio ponderado de adjudicación hasta 13 puntos básicos al final del período considerado, desde el nivel de alrededor de 1 punto básico observado a comienzos del año (véase gráfico C).

El BCE también ejecutó operaciones semanales de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,50 % en el sexto, séptimo y octavo período de mantenimiento de reservas de 2013. En todas estas operaciones, el BCE absorbió un importe equivalente al valor residual de las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores (que el 4 de septiembre ascendían a 190,5 mm de euros).

El período analizado siguió caracterizándose por unos elevados niveles (aunque cada vez menores) de exceso de liquidez. La diminución de estos niveles durante el sexto, séptimo y octavo período de mantenimiento se debió al reembolso anticipado voluntario de una parte de la liquidez obtenida en las dos OFPML a tres años y a la menor demanda en las operaciones de financiación. Al mismo tiempo, los factores autónomos explicaron la mayor parte de las fluctuaciones registradas dentro de dichos períodos de mantenimiento. Como consecuencia, el exceso de liquidez se situó en 251,4 mm de euros, en promedio, en el sexto, séptimo y octavo período de mantenimiento de 2013, lo que supone un descenso con respecto a los 327,3 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 86,1 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas se situaron en 173,2 mm de euros, en promedio. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 325,2 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años. En el recuadro 5 se analiza la evolución de los balances de los bancos centrales y su fortaleza financiera durante la crisis, poniendo especial atención en el Eurosistema.

Recuadro 5

LA EXPANSIÓN DE LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES Y LA FORTALEZA FINANCIERA EN ÉPOCAS DE CRISIS: EL CASO DEL EUROSISTEMA

La naturaleza y el alcance extraordinarios de la liquidez proporcionada por los bancos centrales en el contexto de la crisis financiera mundial han planteado interrogantes sobre sus implicaciones sobre los riesgos financieros en los balances de los bancos centrales. Si se considera que un banco central está asumiendo riesgos excesivos, su credibilidad y la percepción pública de su capacidad para cumplir su mandato pueden verse afectadas.

Ante la crisis, los bancos centrales han ampliado significativamente sus balances, como consecuencia de la mayor inyección de liquidez y de haber aumentado su función de intermediación, al actuar de respaldo para las entidades de crédito y los mercados financieros en momentos en los que el mercado

interbancario y, con carácter más general, el funcionamiento de los mercados financieros se encontraban dañados. En distinto grado dependiendo de los marcos operativos de los bancos centrales, la provisión de liquidez a la economía se instrumentó mediante operaciones temporales de financiación u operaciones de compra de activos: aquellos bancos centrales que realizaron principalmente compras de activos intentaban una relajación mayor en la orientación de la política monetaria (en sustitución de una rebaja de los tipos de interés oficiales en un entorno de tipos con límite inferior cero), y aquellos bancos centrales que recurrieron sobre todo a las operaciones de financiación, como el Eurosistema, pretendían corregir el mal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La mayor intermediación a través de los balances de los bancos centrales opera tanto mediante un cambio en la composición de los activos y pasivos como mediante un aumento de los activos y pasivos totales, o una combinación de ambos, como ha sido el caso recientemente de los principales bancos centrales, alterando la cantidad y el tipo de riesgo al que están expuestos¹.

Exposición a riesgos financieros y fortaleza financiera

La ejecución de la política monetaria lleva aparejados, inevitablemente, riesgos financieros, pues supone la provisión de dinero de banco central a cambio de activos o garantías de agentes privados. Dependiendo de la magnitud de las perturbaciones y de los riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria, los bancos centrales pueden aumentar su exposición al riesgo en épocas de crisis con el fin de garantizar el cumplimiento de su mandato. Mientras que en momentos normales el perfil de riesgo del Eurosistema está dominado principalmente por riesgos derivados de las reservas exteriores y de las tenencias de oro, en períodos de tensiones en los mercados internos el resultante aumento de la intermediación del Eurosistema implica un papel más destacado de los riesgos asociados con las operaciones de política monetaria.

Tanto en épocas normales como de crisis, los bancos centrales deben preservar su fortaleza financiera, lo que significa que deben contar en todo momento con recursos financieros suficientes para ejecutar su política monetaria de forma independiente y, por tanto, cumplir con los objetivos de dicha política en cualquier circunstancia. Los ingresos de los bancos centrales suelen proceder del señoreaje devengado a lo largo del tiempo (por ejemplo, con la emisión de billetes como pasivo no remunerado) y de los rendimientos de sus tenencias de activos. En un informe reciente del Banco de Pagos Internacionales (BPI), al evaluar la fortaleza financiera de un banco central no se consideran únicamente sus recursos financieros, sino también «los mecanismos de transferencia o seguros y, especialmente, las características del diseño institucional que ayudan a mantener los recursos financieros a lo largo del tiempo»². En otras palabras, lo importante para garantizar la credibilidad del banco central es su fortaleza financiera sostenida y, por tanto, también su marco institucional.

En el caso del Eurosistema, el marco institucional refuerza la integridad de su balance en disposiciones concretas del Tratado. El artículo 130 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece que el Eurosistema ejerce sus facultades y desempeña sus funciones y obligaciones con independencia. Además, el artículo 123 prohíbe la financiación monetaria. Estas disposiciones impiden la monetización de la deuda soberana, por ejemplo, proporcionando a los Estados miembros aportaciones financieras superiores a su participación en los beneficios del ejercicio respectivo. Al fomentar la

1 Véanse, por ejemplo, el análisis que figura en A. Durré y H. Pill, «Central bank balance sheets as policy tools», *BIS Papers*, vol. 66, 2012, pp. 193-213, y P. Cour-Thimann y B. Winkler, «The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 28, n.º 4, 2012, pp. 765-803.

2 Según este informe, estos mecanismos pueden adoptar la forma, entre otras, de respaldo fiscal o de fortaleza financiera individual. Véase D. Archer y P. Moser-Boehm, «Central bank finances», *BIS Papers*, n.º 71, abril de 2013.

estabilidad de precios a largo plazo, contribuyen indirectamente a la solidez financiera del balance del Eurosistema.

A su vez, la fortaleza financiera individual del banco central refuerza la credibilidad en su capacidad para cumplir su mandato en todo momento, evitando, al mismo tiempo, la exposición a presiones políticas. Esto ayuda a anclar las expectativas del público en general y de los participantes en los mercados financieros de que el banco central se encuentra en condiciones de cumplir efectivamente su mandato y de que sus decisiones de política monetaria no se verán indebidamente limitadas por problemas de recursos financieros.

Evolución del balance del Eurosistema durante la crisis

Los principales bancos centrales han experimentado una ampliación global de su balance durante la reciente crisis (véase gráfico A). Aunque el Eurosistema había aumentado su intermediación en los mercados de financiación bancaria tras la aparición de las tensiones en los mercados monetarios en agosto de 2007, inicialmente solo lo hizo a corto plazo mediante adquisiciones temporales, evitando al mismo tiempo la creación de un exceso de liquidez mediante la realización de frecuentes operaciones de ajuste de drenaje de liquidez. El aumento del tamaño del balance del Eurosistema fue relativamente limitado hasta septiembre de 2008, pero pasó a ser significativo tras la quiebra de Lehman Brothers. De hecho, en octubre de 2008, el Consejo de Gobierno decidió acomodar toda la demanda de liquidez de las entidades de crédito solventes que participaban como contrapartida en sus operaciones de financiación (mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena) y dejar de absorber el exceso de liquidez. El exceso de liquidez generado por los nuevos procedimientos de adjudicación en las operaciones de financiación se acrecentó por un programa limitado de adquisiciones

Gráfico A Tamaño del balance simplificado

(en porcentaje del PIB)

- Eurosistema
- Reserva Federal
- Banco de Inglaterra
- Banco de Japón



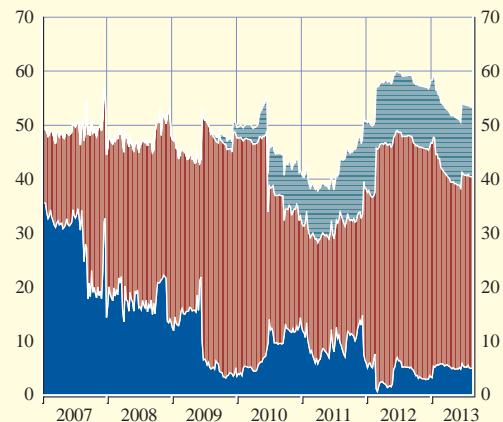
Fuente: Bancos centrales respectivos.

Notas: Cálculos del BCE. Para una definición del balance simplificado, véase el recuadro titulado «Balances simplificados: metodología», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2009.

Gráfico B Principales medidas de provisión de liquidez del Eurosistema

(en porcentaje del tamaño del balance simplificado)

- Operaciones principales de financiación
- Operaciones de financiación a plazo más largo
- CBPP y SMP



Fuente: BCE.

Nota: Las siglas en inglés CBPP y SMP corresponden a los programas de adquisiciones de bonos garantizados y al programa para los mercados de valores, respectivamente.

de bonos garantizados que se creó con el fin de prestar apoyo a un canal básico de la financiación bancaria en la zona del euro.

La crisis de la deuda soberana se tradujo posteriormente en una mayor fragmentación de los mercados de financiación bancaria y en problemas significativos adicionales para la transmisión de la política monetaria a la economía real. El Eurosistema aumentó más su función de intermediación a través de las adquisiciones al amparo del programa para los mercados de valores, de un segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados y, sobre todo, mediante dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años realizadas con el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena³.

Mientras que la ampliación del balance de otros importantes bancos centrales ha sido consecuencia, principalmente, de las adquisiciones de activos a gran escala, en el caso del Eurosistema refleja sobre todo el aumento del tamaño y del vencimiento de las operaciones temporales de financiación llevadas a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena (véase gráfico B)⁴. Dado que, en conjunto, no ha habido escasez de activos de garantía, este procedimiento ha provocado que la provisión de liquidez del Eurosistema sea endógena a la demanda total de liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito. De hecho, el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena permitió la acumulación de liquidez por encima de las necesidades de liquidez agregadas de los bancos.

Desde mediados de 2012, el exceso de liquidez y, por consiguiente, el tamaño del balance del Eurosistema empezaron a disminuir nuevamente, como consecuencia del aumento de la confianza de los participantes en los mercados, especialmente ante el anuncio del Consejo de Gobierno de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), pero también de los avances de los Gobiernos nacionales en la corrección de los desequilibrios internos y en la aplicación de las reformas fiscales y estructurales necesarias. La activación de una opción de reembolso anticipado de las operaciones de financiación a plazo más largo a tres años en enero de 2013 ayudó a reducir adicionalmente el tamaño del balance del Eurosistema.

Al margen de los efectos de dicha opción de reembolso, la ampliación inicial del balance del Eurosistema está diseñada para corregirse de forma natural. Las medidas no convencionales del Eurosistema son de carácter temporal y la liquidez proporcionada en las operaciones de financiación se reintegra al Eurosistema al vencimiento de las mismas. Actualmente, el tamaño del balance consolidado del Eurosistema ha disminuido a un nivel que se sitúa en torno al 20 % del PIB de la zona del euro.

Gestión de la exposición a riesgos financieros: el caso del Eurosistema

El Eurosistema garantiza su protección financiera creando colchones financieros, implantando sistemas contables y de gestión de riesgos prudentes, y asignando con cautela sus activos invertidos.

En la práctica, si se observa uno de los principales componentes de la exposición al riesgo del Eurosistema, todas las operaciones de crédito de política monetaria del Eurosistema están garantizadas mediante activos

3 Para un análisis relacionado, véanse los recuadros titulados «El balance del Eurosistema en momentos de tensión en los mercados financieros», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2011, y «El impacto de las medidas no convencionales adoptadas el 8 de diciembre de 2011», *Informe Anual*, BCE, 2012.

4 Véanse, por ejemplo, P. Mercier y F. Papadia, «The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area», Oxford, Oxford University Press, 2011, y F. Eser, M. Carmona Amaro, S. Iacobelli y M. Rubens, «The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009», *Occasional Paper Series*, n.º 135, BCE, agosto de 2012.

adecuados y solo pueden acceder a ellas las entidades de crédito solventes sujetas a supervisión de conformidad con los requisitos armonizados de la UE. Los activos de garantía admitidos deben reunir unos criterios de calidad crediticia apropiados y, a su vez, están sujetos a valoración y recortes. Los recortes dependen de las características del riesgo de mercado, de crédito y de liquidez de los activos. El objetivo general de la aplicación de estos recortes es proteger el balance del Eurosystema, asegurando al mismo tiempo que el riesgo residual tras un posible impago de las entidades de contrapartida se distribuya equitativamente entre las distintas categorías de activos de garantía desde la perspectiva del Eurosystema⁵. Como consecuencia de estas medidas de control de riesgos, el perfil de riesgo del balance del Eurosystema se ha mantenido contenido, pese a las distintas medidas no convencionales aplicadas desde agosto de 2007.

Con el tiempo, el Eurosystema en su conjunto también ha acumulado colchones financieros relativamente amplios, incluidos los procedentes de una parte de los ingresos por señoreaje generados por la emisión de billetes. Estos colchones adoptan principalmente la forma de capital y reservas (es decir, capital desembolsado, reservas legales y otras reservas), cuentas de revalorización (es decir, las ganancias no realizadas de determinados activos, como el oro) y algunas provisiones. Al cierre de 2012, estas partidas ascendían a 88 mm de euros, 407 mm de euros y 57 mm de euros, respectivamente⁶.

La fortaleza financiera del Eurosystema se ha preservado, pese al significativo aumento del tamaño de su balance durante la crisis financiera, lo que refuerza la independencia financiera del Eurosystema en su conjunto (incluida la del BCE). Al mismo tiempo, la percepción de fortaleza financiera ayuda a que el público entienda que la política monetaria, incluida la aplicación de medidas no convencionales, permanece firmemente centrada en la estabilidad de precios.

5 Durante la crisis, el recorte medio de los activos de garantía presentados aumentó al mismo tiempo que se amplió el conjunto de activos de garantía admitidos. Para un análisis al respecto, véase, por ejemplo, el artículo titulado «El sistema de activos de garantía del Eurosystema durante la crisis», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2013. Véase la nota de prensa del BCE titulada «El BCE revisa su sistema de control de riesgos mediante un nuevo tratamiento de los bonos de titulización de activos», 18 de julio de 2013.

6 Además de los colchones financieros de sus balances, algunos bancos centrales del Eurosystema cuentan con garantías financieras de sus accionistas.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de mayo y el 4 de septiembre de 2013, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó en conjunto unos 40 puntos básicos, hasta situarse en el 2,1 %. Este aumento se debió a un efecto de contagio de Estados Unidos, así como a la publicación de datos económicos positivos para la zona del euro. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó alrededor de 80 puntos básicos y el 4 de septiembre se situó en el 2,9 %, en un contexto de publicación de datos económicos positivos y de mayores expectativas sobre la posible reducción, en un futuro próximo, de las adquisiciones de bonos en el marco del programa de relajación cuantitativa de la Reserva Federal. En la zona del euro, la mayor parte de los diferenciales de rendimiento frente a la deuda pública alemana descendieron ligeramente. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó ligeramente. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

Entre finales de mayo y el 4 de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó unos 40 puntos básicos, hasta situarse en torno al 2,1 %. Al mismo tiempo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se incrementó casi

80 puntos básicos, situándose aproximadamente en el 2,9% (véase gráfico 21), mientras que en Japón descendió unos 10 puntos básicos y se situó alrededor del 0,8% al final del período de referencia.

Los acusados aumentos del rendimiento de la deuda pública a largo plazo en la zona del euro observados en junio supusieron la continuación de la tendencia al alza que había comenzado a principios de mayo, cuando los mercados empezaron a contemplar la posibilidad de que la Reserva Federal reduzca las compras de bonos en un futuro próximo. Durante la mayor parte de julio, el rendimiento de estos instrumentos se redujo tras conocerse la decisión del Consejo de Gobierno de que ofrecería indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE. Los datos económicos publicados siguieron siendo dispares, pero algunos fueron mejores de lo esperado por los participantes en el mercado, entre ellos los resultados de las encuestas de opinión de los consumidores y los índices de directores de compras (PMI). Estas sorpresas se tradujeron en un incremento de los rendimientos hacia finales de julio. Parte del descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA observado en julio se debió a factores técnicos, concretamente a la exclusión de la deuda pública francesa del cálculo de la curva de rendimientos tras la reciente rebaja de la calificación crediticia por parte de Fitch Ratings (véase la sección 2.4 de la versión en inglés del Boletín Mensual de agosto de 2013). En agosto, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro volvió a registrar un pronunciado aumento. En particular, algunos datos publicados, entre los que se incluyen los PMI y los datos sobre producción industrial, así como el PIB de la zona del euro en el segundo trimestre, se consideraron sorprendentemente positivos, y contribuyeron al incremento de los rendimientos.

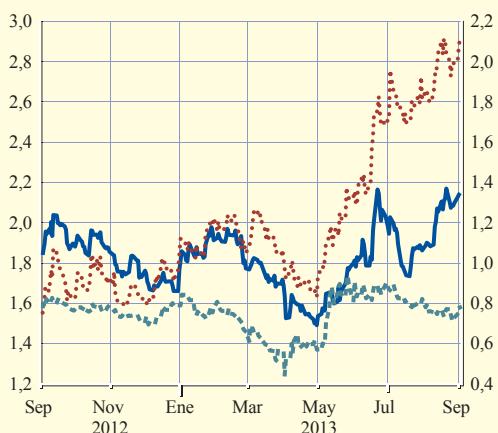
El incremento de casi 80 puntos básicos del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos fue acorde con el hecho de que, en promedio, los datos económicos publicados se inclinaron hacia el lado positivo de las expectativas. Además, en junio, la Reserva Federal revisó a la baja sus proyecciones de desempleo y anunció que vendría moderar el ritmo de las compras efectuadas en el marco del programa de relajación cuantitativa en los últimos meses del año si la economía avanzaba, en general, según lo previsto. Esto generó fuertes aumentos de los rendimientos. La tendencia al alza de los rendimientos se interrumpió, si bien solo temporalmente, después de que el Sr. Bernanke, presidente de la Reserva Federal, comentara que las compras de activos por parte de la Reserva Federal dependen de la evolución económica y financiera y que, por lo tanto, en ningún caso siguen un curso predeterminado. Sin embargo, desde finales de julio y durante el mes de agosto, los rendimientos aumentaron de nuevo, en un contexto de publicación de datos económicos positivos, en general, y de renovadas expectativas en torno a la inminente reducción de las compras de bonos por parte de la Reserva Federal.

En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un descenso de unos 10 puntos básicos hasta situarse en torno al 0,8% al

Gráfico 21 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)

— Zona del euro (escala izquierda)
···· Estados Unidos (escala izquierda)
- - - Japón (escala derecha)



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 y Países Bajos.

final del período considerado. La evolución de los mercados de renta fija refleja el retorno gradual al nivel de rendimientos y de volatilidad observados antes de que el Banco de Japón introdujera cambios sustanciales en su marco de política monetaria en meses anteriores de este año.

Durante el período de referencia, la evolución de los segmentos sometidos a más tensiones del mercado de renta fija de la zona del euro fue positiva, ya que los diferenciales de rendimiento frente a la deuda pública alemana experimentaron un descenso. En junio, los diferenciales aumentaron, en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros. En julio y durante la primera mitad de agosto, la mayoría de los diferenciales se estrecharon considerablemente. La evolución observada en este período se vio respaldada por la publicación de datos, como los PMI, que sugerían una estabilización de la actividad económica en algunos de los países que recientemente han experimentado recesiones económicas más intensas. Es importante mencionar que la incertidumbre interna imperante en algunos países de la zona del euro se propagó de forma limitada al clima de los mercados en general. La reducción de los diferenciales de rendimientos se produjo en un entorno de escasa actividad en los mercados y de ausencia de emisiones de bonos en los mercados primarios, una evolución vinculada al período estival.

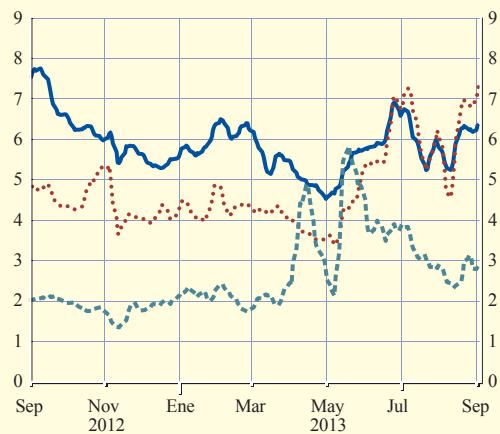
En el período analizado, la incertidumbre de los inversores en torno a la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, tendió a aumentar hasta finales de junio tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, a raíz de la declaración de la Reserva Federal de que convendría moderar el ritmo de las compras de bonos en los últimos meses del año (véase gráfico 22). Posteriormente, la volatilidad implícita disminuyó en ambas áreas económicas, antes de volver a incrementarse en la segunda mitad de agosto, especialmente en Estados Unidos, como consecuencia de las renovadas especulaciones en torno a una inminente reducción de las compras de bonos por parte de la Reserva Federal. En total, la volatilidad implícita aumentó ligeramente en la zona del euro y en mayor medida en Estados Unidos. En cambio, en Japón, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija descendió durante la mayor parte del período, antes de incrementarse hacia el final, de modo paralelo al aumento de la volatilidad en numerosos mercados financieros emergentes de Asia relacionado con la inquietud de los participantes en el mercado acerca de la supresión de las medidas no convencionales de política monetaria, especialmente en Estados Unidos.

Los rendimientos nominales de la deuda pública a largo plazo de algunos países de la zona del euro pueden desglosarse en rendimientos reales y expectativas de inflación. A este respecto, los rendimientos reales de la deuda pública indexada a la inflación a cinco años y a diez años de la zona del euro aumentaron unos 50 y 60 puntos básicos, respectivamente, durante el período de referencia, con el trasfondo de la publicación de datos económicos

Gráfico 22 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

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

— Zona del euro
··· Estados Unidos
- - - Japón



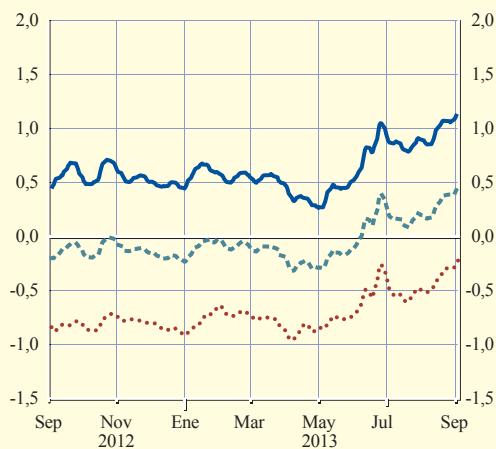
Fuente: Bloomberg.

Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania y Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

Gráfico 23 Rendimiento de los bonos cupón cero indexados a la inflación en la zona del euro

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

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



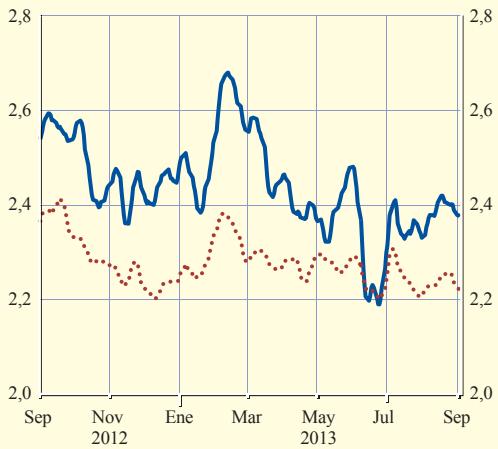
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los tipos reales se calculan como la media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y Alemania, estimados por separado.

Gráfico 24 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)

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- Tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: 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.

positivos, en general. En consecuencia, los rendimientos reales de la deuda pública a diez años pasaron a ser positivos por primera vez desde el verano de 2012 y al final del período se situaban alrededor del 0,5%, mientras que los rendimientos reales de la deuda pública a cinco años continuaron siendo negativos, en torno al -0,2% (véase gráfico 23). Por consiguiente, los tipos de interés reales implícitos a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro registraron un incremento de 60 puntos básicos y se situaron aproximadamente en el 1,2% el 4 de septiembre.

Por lo que se refiere a los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo de la zona del euro, tanto las tasas de inflación a cinco años como a diez años implícitas en el diferencial de rendimientos de los bonos nominales y de los bonos indexados a la inflación disminuyeron y se situaron en torno al 1,3% y el 1,9%, respectivamente, el 4 de septiembre. Esto fue el resultado neto del aumento levemente superior de los rendimientos reales con respecto a los rendimientos nominales. En consecuencia, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años experimentó un ligero descenso posteriormente y se situó alrededor del 2,4% al final del período de referencia (véase gráfico 24). En la primera parte del período experimentó fluctuaciones relativamente acusadas pero breves, debido a factores técnicos asociados a la elevada volatilidad imperante en los mercados de renta fija. Posteriormente se stabilizó, reflejando la normalización de la situación en los mercados, y en conjunto finalizó el período con pequeñas variaciones. El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años fue más estable durante el período, situándose en un nivel ligeramente inferior, el 2,2% aproximadamente, al final del período, respaldando asimismo la valoración de que las expectativas de inflación a largo plazo no registraron cambios significativos en el período de referencia. En conjunto, si se tiene en cuenta no solo la volatilidad de los mercados, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de

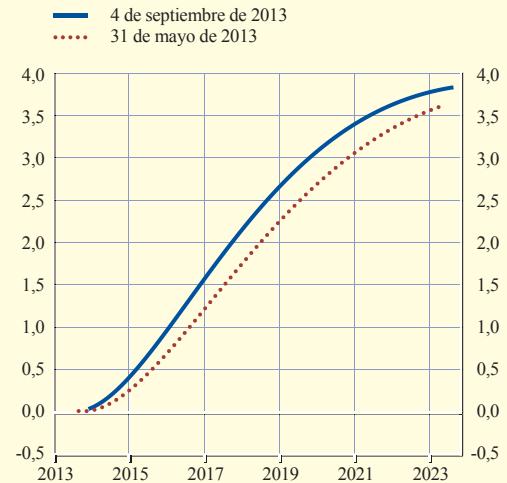
mercado sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro también puede descomponerse en expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo futuros, como los tipos de interés a un día, y primas de riesgo (véase gráfico 25). A este respecto, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se desplazó al alza en todos los plazos durante el período analizado, si bien fueron principalmente los tipos a largo plazo los que se incrementaron, contribuyendo al aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. Como se ha mencionado anteriormente, esta evolución reflejó ajustes al alza de las perspectivas relativas a la actividad económica. La exclusión de la deuda pública francesa del cálculo de la curva hizo que esta se desplazara ligeramente a la baja.

Entre finales de mayo y el 4 de septiembre, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión de la zona del euro (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) aumentaron ligeramente en todas las categorías de calificación. En términos relativos, los diferenciales de los bonos con calificación BBB emitidos por las sociedades no financieras fueron los que más se incrementaron. En el caso de los emisores financieros, los diferenciales aumentaron de modo relativamente acusado en la primera parte del período, en línea con el pronunciado descenso de las cotizaciones del sector financiero (véase sección 2.5), si bien la disminución que se produjo en la segunda mitad del período hizo que los diferenciales finalizaran el período sin modificaciones, en general. En el recuadro 6 se presenta un análisis de los principales retos que afronta el mercado europeo de bonos de titulización de activos.

Gráfico 25 Curvas de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



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

Notas: La curva de tipos *forward* implícitos 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 citadas curvas 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.

Recuadro 6

REACTIVACIÓN DEL MERCADO EUROPEO DE ABS: RETOS Y POSIBLES SOLUCIONES

El mercado europeo de bonos de titulización de activos (ABS, en sus siglas en inglés) se encuentra en una importante encrucijada. En este recuadro se describen los principales retos a los que se enfrenta actualmente y se analizan las posibles soluciones y los avances realizados hasta la fecha.

Pese al rol de los ABS en la crisis financiera mundial, desencadenada por el mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos, en general se reconoce que los productos titulizados transparentes, de alta calidad y bien regulados pueden desempeñar un importante papel en los mercados de capitales.

Estos productos pueden satisfacer la demanda de los inversores de instrumentos de deuda líquidos, de alta calidad crediticia y garantizados, y pueden servir para financiar los activos de las entidades de crédito con idéntico plazo. Además, al ser de carácter estructurado, los ABS pueden atraer a una variedad de participantes en el mercado y ayudar a transferir riesgos a través del sistema financiero, siempre que se entiendan suficientemente, lo que, a su vez, puede contribuir a crear resistencia frente a perturbaciones inesperadas en los mercados. En términos más generales, los ABS también pueden estimular la financiación de la economía real, que incluye la financiación a las pequeñas y medianas empresas (pymes).

También sería deseable un mercado de ABS líquido y eficiente desde la perspectiva de un banco central: el papel que desempeñan los ABS en la conversión de activos de difícil venta en activos líquidos hace de ellos una clase importante de activo de garantía. Esto puede ser esencial en épocas de crisis para garantizar el suministro de liquidez suficiente a las entidades de contrapartida, al tiempo que se protege adecuadamente el balance de los bancos centrales. En el gráfico A se ilustra el acusado incremento que registró la movilización de los ABS por parte de las entidades de contrapartida del Eurosistema (principalmente por las propias entidades de crédito originadoras) durante la crisis financiera mundial de 2007-2008 y la crisis de la deuda soberana de la zona del euro.

Sin embargo, el mercado europeo de ABS se enfrenta a muchos retos que podrían poner en peligro su viabilidad a largo plazo, a saber, su tratamiento regulatorio, la reducción de la base de inversores y, por último, unas condiciones de mercado adversas en un entorno económico difícil. Estos aspectos se analizan a continuación.

Medidas regulatorias y actuaciones de los bancos centrales

Existen numerosas iniciativas regulatorias y de política monetaria que afectan actualmente a los mercados de ABS, como los requerimientos de capital y en materia de liquidez, gobernanza, diligencia debida y apalancamiento, que afectarán a todos los tipos de inversores en productos titulizados (es decir, bancos, empresas de seguros, fondos de pensiones y gestores de activos). Estas normas tienen como objetivo corregir las deficiencias observadas desde 2007-2008, en particular la falta de diligencia debida por parte de los inversores, que a menudo no fueron capaces de captar los riesgos inherentes a dichos productos. Debe reconocerse que diseñar normas eficaces a escala internacional y de la UE, que también tengan en cuenta las diferencias regionales y la variedad de productos ABS, garantizando al mismo tiempo la sensibilidad al riesgo y evitando complejidades, es tarea ardua.

Las propuestas actuales de exigencias de capital para las titulizaciones pueden ser las que más afecten al mercado. Por ejemplo, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea tiene como objetivo hacer que el marco de capital de los bancos sea más prudente y sensible al riesgo, reducir el recurso a calificaciones crediticias externas y minimizar los efectos de sus revisiones (*cliff effects*)¹. Las propuestas presentadas a consulta a finales de 2012 se traducirían en un aumento significativo de los requerimientos de capital, sobre todo para los tramos preferentes de los ABS con calificación más alta. Asimismo, la Directiva sobre solvencia II establece un nuevo marco de capital regulatorio para el sector europeo de seguros y reaseguros, cuya fecha prevista de entrada en vigor es, actualmente, principios de 2016. De conformidad con este marco, los requerimientos de capital para las empresas de seguros para cualquier ABS tienen en cuenta la calificación crediticia, la duración y una variación

1 Los *cliff effects* se definen como grandes saltos en las exigencias de capital cuando se producen pequeños movimientos en la estructura de tramos de una exposición titulizada.

en los diferenciales, calibrados por una perturbación que ocurre uno de cada 200 años. Por último, las modificaciones propuestas por la Comisión Europea a la Directiva sobre fondos de pensiones también consideran la posibilidad de introducir requerimientos de capital para los fondos de pensiones similares a los establecidos en la Directiva sobre solvencia II, aunque esta iniciativa se paralizó en mayo de 2013 pendiente, de un estudio más profundo.

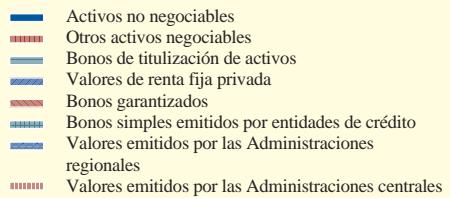
Existe la preocupación de que en las exigencias de capital propuestas no se distinga suficientemente entre productos de alta y de baja calidad y de que no se tenga en cuenta correctamente la evolución histórica de los propios ABS. De hecho, los estudios de la evolución global de los ABS —desde mediados de la década de los noventa y también desde el comienzo de las tensiones financieras en 2007— sugieren que los ABS europeos han registrado tasas de impago mucho menores (especialmente en el tramo preferente) y que sus resultados han sido mucho mejores que los de ABS similares de otras jurisdicciones². También puede haber diferencias en el tratamiento jurídico e institucional de los ABS en las distintas jurisdicciones que es importante reconocer. Además, también es fundamental asegurar la igualdad de condiciones de las exigencias de capital propuestas con otras clases de activos que llevan niveles de riesgo potencialmente comparables (por ejemplo, carteras de préstamos al por mayor, valores de renta fija privada o bonos garantizados).

Sin duda las exigencias de capital deben ser lo suficientemente elevadas como para garantizar que las entidades de crédito y otros inversores regulados creen reservas suficientes para aislarse de acontecimientos imprevistos. Sin embargo, es importante tener en cuenta la evolución y las características específicas de los ABS europeos; de lo contrario, estas exigencias de capital podrían sesgar desfavorablemente la rentabilidad ajustada por el riesgo. Si esto ocurre, las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones, que han sido algunos de los principales inversores en ABS europeos, pueden exigir rentabilidades más elevadas, lo que puede traducirse en que la emisión no resulte rentable para el originador. Otra posibilidad es que estos inversores decidan salirse del mercado porque su rentabilidad ajustada por el riesgo resulta insuficiente. En este caso, es improbable que haya bastantes inversores alternativos para cubrir el vacío.

2 Por ejemplo, Standard & Poor's analizó las transiciones entre calificaciones y las tasas de impago acumuladas de activos financieros estructurados desde julio de 2007 hasta julio de 2012 y resultó una tasa de impago acumulada del 1,1% desde 2007 sobre un saldo vivo original de 1.884 mm de euros, en comparación con una tasa de impago total del 14,8% en Estados Unidos. Un análisis anterior realizado por Fitch obtuvo resultados similares, calculando pérdidas realizadas de solo un 1,9% sobre bonos titulizados calificados por la propia agencia por valor de 5,2 billones de dólares en julio de 2007. Véanse Standard & Poor's «*Five Years On – The European Structured Finance Cumulative Default Rate is only 1.1 per cent*», agosto de 2012; Fitch Ratings «*The Credit Crisis Four Years On... Structured Finance Research Compendium*», junio de 2012; y «*EMEA Structured Finance Losses*», agosto de 2011; así como informes elaborados por Moody's Investor Service que abarcan los resultados desde 1993 hasta 2011.

Gráfico A Activos pignorados en el Eurosistema después de valoración y recortes

(mm de euros)



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



Fuente: BCE.

Notas: Los activos no negociables incluyen préstamos y depósitos a plazo fijo y en efectivo. Los datos de 2013 corresponden al período comprendido entre enero y junio de 2013.

Otros obstáculos: incertidumbre de los inversores y difícil entorno económico

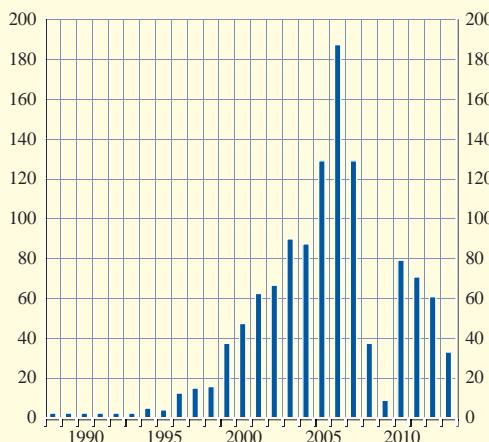
Tras registrar un crecimiento constante y rápido desde finales de la década de los noventa, las emisiones de ABS colocadas entre los participantes en el mercado cayeron drásticamente después del estallido de las tensiones financieras en 2007, como ilustra el gráfico B. Aunque se recuperaron ligeramente a partir de 2010, la disminución de los volúmenes de emisión desde entonces muestra las pobres condiciones de este mercado. El gráfico C presenta la disparidad de los diferenciales de productos similares en distintas jurisdicciones.

La incertidumbre de los inversores continúa siendo un gran impedimento para la reactivación de los mercados europeos de ABS. Dicha incertidumbre está presente en diversos frentes, lo que, a su vez, ha eliminado la demanda de todos los tramos de ABS, salvo los de calidad más alta, y ha incrementado los diferenciales en el mercado secundario. A escala macroeconómica, la falta de confianza en los datos oficiales (como el nivel de morosidad en determinadas economías débiles) y la incertidumbre sobre la evolución de variables tales como los precios inmobiliarios y el desempleo han seguido castigando a los ABS en la UE, especialmente en las economías más afectadas por la crisis de la deuda soberana.

También ha habido una falta de confianza en la calidad de los activos subyacentes, lo que a su vez aumentó el coste de información para los posibles inversores. Esta cuestión está empezando a abordarse mediante la iniciativa del BCE de presentar información individualizada de los préstamos, que ha establecido requisitos de transparencia y estandarización como condiciones previas necesarias para que cualquier ABS

Gráfico B Emisiones europeas de ABS colocadas desde 1988

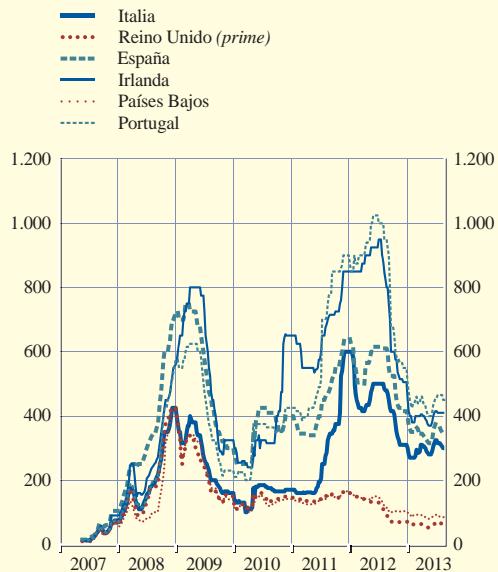
(mm de euros; hasta el 23 de agosto de 2013)



Fuentes: DB Research, JPMorgan y cálculos del BCE.

Gráfico C Diferenciales de los RMBS a cinco años con calificación AAA

(puntos básicos; hasta el 23 de agosto de 2013)



Fuente: JPMorgan.

Nota: El vencimiento de los RMBS de la serie correspondiente a Italia es a seis o siete años y el de la serie correspondiente a España es a cinco o seis años.

sea admitido como activo de garantía del Eurosystema³. Sin duda pasará un tiempo antes que se disponga de series temporales de datos suficientemente largas como para que se puedan utilizar en el desarrollo de modelos crediticios para préstamos individuales. Sin embargo, el Eurosystema ya ha reconocido que la existencia de estos requisitos de información individualizada reduce algunos riesgos potenciales derivados de la aceptación de los ABS como activos de garantía. Esto queda patente en la disminución, anunciada en julio de 2013, de los recortes (del 16% al 10%) y de los umbrales mínimos de calificación crediticia (re bajados de dos calificaciones triple A a dos calificaciones A) para los ABS sujetos a estos requisitos⁴.

El difícil entorno económico, así como la escasa demanda de préstamos y las restricciones de oferta de crédito también siguen afectando a la actividad del mercado de ABS, y las emisiones de estos productos continúan siendo tenues hasta la fecha en 2013. Los diferenciales también se han incrementado significativamente desde 2007-2008, sobre todo en las economías débiles (véase gráfico C). Aunque los diferenciales han disminuido en los últimos meses, muchas operaciones potenciales con ABS siguen sin resultar rentables, pues un originador tendría que cargar tipos de interés elevados e inviables a posibles clientes de préstamos con el fin de cubrir los rendimientos pagados a los inversores en otros puntos posteriores de la cadena de titulizaciones ABS. Además, parece que muchas emisiones que han prosperado han requerido un compromiso considerable por parte de los emisores, por ejemplo proporcionando una mayor mejora crediticia para una titulización comparable⁵. El difícil entorno de emisión puede haber afectado a la originación de nuevos préstamos, en especial entre las pymes en determinadas economías débiles, y esta cuestión se ha puesto de relieve recientemente en el Libro Verde de la Comisión Europea sobre la financiación a largo plazo de la economía europea.

En este contexto, diversas instituciones de la UE han estudiado iniciativas conjuntas para estimular el crédito a las pymes que se fundamentarían en una reactivación del mercado de ABS para dichos préstamos. Las instituciones podrían aprovechar sus respectivos conocimientos y experiencias (por ejemplo, aportando garantías para las operaciones con ABS o restringiendo el uso de fondos públicos para finalidades específicas) para actuar como catalizador a este respecto. Estas iniciativas pueden ayudar a reducir los diferenciales en algunas jurisdicciones, a facilitar nuevas emisiones y la transferencia de riesgos fuera de los balances de los bancos y, por último, a estimular el crédito a empresas y hogares, en los casos en los que este se haya visto gravemente deteriorado. Además, es importante redoblar los esfuerzos para desarrollar productos ABS simples y estandarizados, que puedan beneficiar a los inversores y tranquilizar a las autoridades reguladoras desde un punto de vista prudencial. Sin embargo, estas iniciativas no son la panacea para recuperar el crecimiento de los créditos y reactivar el mercado de ABS, y su éxito dependerá también de la evolución económica más general y del restablecimiento de la solvencia del sector bancario en la UE.

Conclusiones

El mercado europeo de ABS puede desempeñar un papel importante y duradero en los mercados de financiación europeos y en la financiación de la economía real. Sin embargo, las turbulencias de los últimos

- 3 La iniciativa de presentación de información individualizada de los préstamos se está llevando a cabo actualmente para los bonos de titulización respaldados por hipotecas residenciales (RMBS) y no residenciales (CMBS), por préstamos a pymes, por créditos al consumo, por derechos de crédito derivados de operaciones de *leasing* y por préstamos para la adquisición de automóviles. Los requisitos de información individualizada se refieren a los activos subyacentes de los ABS y exigen información detallada sobre las características de los prestatarios y de los préstamos, que puede ser utilizada por los inversores para llevar a cabo sus propios análisis de riesgos.
- 4 «Triple A» significa una calificación crediticia «AAA» a largo plazo de Fitch, Standard & Poor's o DBRS, o «Aaa» de Moody's. Una calificación «A» equivale a una calificación mínima a largo plazo «A-» de Fitch o Standard & Poor's, «A3» de Moody's o «AL» de DBRS.
- 5 Por ejemplo, a finales de julio de 2013, una operación de ABS respaldados por préstamos a pymes italianas, por valor de 1,6 mm de euros, requirió una mejora crediticia del 38% (y, aún así, un cupón para el tramo «senior» de euríbor a tres meses más 240 puntos básicos). Aunque el nivel de mejora crediticia estará en función de las características de la operación, estas cifras tan elevadas señalan, no obstante, la necesidad de ofrecer un grado de confianza muy elevado a los inversores con el fin de asegurar su comercialización.

años han llevado al desarrollo de iniciativas en materia reguladora que serán fundamentales para la viabilidad del mercado. Estas iniciativas deben estudiarse detenidamente para garantizar que se tengan suficientemente en cuenta las importantes diferencias entre jurisdicciones y en relación con otros activos. La incertidumbre de los inversores y la difícil coyuntura económica en muchos países siguen presentando retos adicionales. En este contexto, las iniciativas destinadas a mejorar la transparencia y la estandarización, con el fin de permitir a los inversores evaluar mejor los riesgos, y a prestar apoyo a la economía real son esenciales para atraer a los participantes en el mercado y para reactivar el mercado europeo de ABS.

2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de mayo y el 4 de septiembre de 2013, las cotizaciones bursátiles se incrementaron aproximadamente el 1 % en la zona del euro y en Estados Unidos. A ambos lados del Atlántico, la publicación de datos económicos positivos respaldó la evolución de los mercados de renta variable. No obstante, el efecto de estos datos quedó parcialmente contrarrestado por las expectativas de una orientación menos acomodaticia de la política monetaria, especialmente en Estados Unidos. En junio, los precios de las acciones descendieron en ambas áreas económicas como consecuencia de la incertidumbre imperante en los mercados financieros en torno a las expectativas de una inminente reducción de las compras de bonos por parte de la Reserva Federal. A raíz de la comunicación del Consejo de Gobierno relativa a la evolución futura de los tipos de interés y de una aclaración de la orientación de la política monetaria de la Reserva Federal, las cotizaciones subieron en ambas áreas en julio, y continuaron aumentando en la zona del euro durante la mayor parte de agosto, con el trasfondo de la publicación de datos económicos positivos. La incertidumbre de los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, se incrementó ligeramente durante el período de referencia.

Entre finales de mayo y el 4 de septiembre, el índice bursátil general aumentó aproximadamente el 1 % en la zona del euro, mientras que el índice equivalente en Estados Unidos también registró una subida del 1 % (véase gráfico 26). En la zona del euro, las cotizaciones bursátiles del sector financiero y del sector no financiero descendieron un 1 %. Al mismo tiempo, en Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero (que se situaron en el -1 %) fueron superadas por las del sector no financiero (el 2 %). El índice bursátil general de Japón se elevó en torno al 2 % en el período de tres meses comprendido hasta principios de septiembre.

Los precios de las acciones de la zona del euro registraron un fuerte descenso durante la mayor parte de junio, principalmente como consecuencia del anuncio de la Reserva Federal de su intención de moderar el ritmo de las compras de bonos efectuadas en el marco del programa de relajación



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.

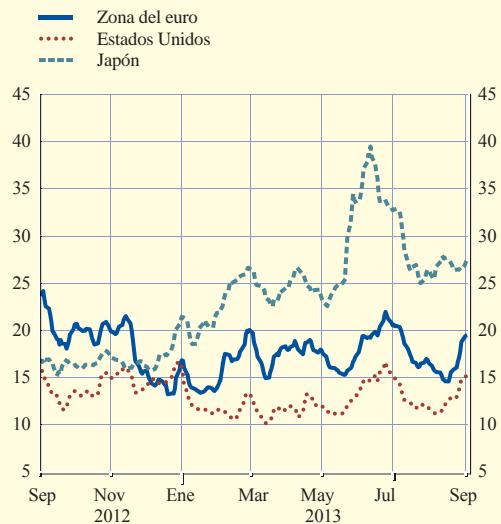
cuantitativa en meses siguientes del año si la economía evolucionaba según lo previsto. Sin embargo, a partir de finales de junio, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro empezaron a incrementarse, a raíz de la comunicación del Consejo de Gobierno relativa a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE y del comentario de la Reserva Federal de que las compras de activos no seguían un curso predeterminado. A mediados de agosto, el índice bursátil general de la zona del euro había alcanzado su nivel más alto desde 2011, con el trasfondo de la publicación de datos económicos positivos, como un crecimiento del PIB mayor de lo esperado en el segundo trimestre del año y de unos índices PMI mejores de lo previsto. Hacia el final del período analizado, las tensiones geopolíticas relacionadas con la situación en Siria limitaron el apetito por el riesgo, y las cotizaciones bursátiles retrocedieron.

En Estados Unidos, los precios de las acciones siguieron el mismo patrón, en general, pero con variaciones menos pronunciadas. El índice bursátil general registró un máximo histórico a principios de agosto. No obstante, en días posteriores de ese mes, los precios de las acciones disminuyeron ligeramente en dicho país, en un contexto de publicación de datos económicos positivos, en general —lo que reanimó las expectativas de una reducción inminente de las compras de bonos— y de tensiones geopolíticas. En Japón, las cotizaciones bursátiles aumentaron el 2% durante el período analizado, en un entorno de elevada volatilidad, contribuyendo así a que hayan superado significativamente a las de los mercados de Europa y Estados Unidos este año, con un incremento del 35%, reflejo, en cierta medida, de sustanciales modificaciones de la política fiscal y del marco de política monetaria del Banco de Japón. Los índices bursátiles de la mayoría de las economías emergentes experimentaron fuertes descensos, debido a la inquietud de los participantes en el mercado acerca de las posibles consecuencias para estas economías de la supresión de las medidas no convencionales de política monetaria, especialmente en Estados Unidos.

La incertidumbre en los mercados bursátiles de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita, aumentó en el período analizado (hasta el 20%, desde el 18% de finales de mayo). En Estados Unidos prácticamente no varió y permaneció en torno al 14% (véase gráfico 27). En junio, la incertidumbre se incrementó en ambas áreas monetarias en respuesta a las especulaciones acerca de la reducción de las compras de activos por parte de la Reserva Federal. No obstante, disminuyó posteriormente, sobre todo en la zona del euro, después de la comunicación del Consejo de Gobierno de que ofrecería indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE y del comentario de la Reserva Federal de que las compras de activos no siguen un curso predeterminado. Pese a la mayor volatilidad implícita observada en los mercados de renta variable en ambas áreas económicas hacia el final del período analizado, está por debajo de su media de 2012, y también es considerablemente inferior a la media de los tres años anteriores. En Japón, la volatilidad implícita se redujo de manera acusada, pero continúa siendo elevada en términos históricos.

Gráfico 27 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

Notas: La serie de volatilidad implícita representa 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 implícitas 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.

Cuadro 6 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Aqua, gas, electric.
Participación del sector en la capitalización bursátil											
(datos a fin de período)	100,0	10,2	7,2	17,7	6,8	21,8	5,9	15,3	5,3	4,2	5,5
Variación de los precios (datos a fin de período)											
II 2012	-8,4	-8,3	-5,3	-4,6	-9,3	-13,7	5,0	-8,5	-16,1	-10,6	-8,2
III 2012	7,9	13,2	8,3	5,7	7,7	12,0	7,4	6,5	10,8	-1,0	2,1
IV 2012	6,8	6,0	9,4	8,8	0,8	11,5	4,2	9,7	12,1	-8,1	-4,0
I 2013	2,0	1,1	10,1	7,9	-3,7	-5,1	10,9	4,9	3,9	-3,1	-4,4
II 2013	-1,1	-2,0	-1,3	-2,2	-4,2	1,9	-0,7	-2,2	1,0	-1,9	-1,4
Jul 2013	6,2	2,9	5,9	6,6	6,9	9,8	1,0	7,5	4,2	5,2	3,0
Ago 2013	-1,0	-0,7	-1,8	-2,5	3,8	-0,1	-6,3	-1,1	0,6	1,2	-1,7
31 may 2013-4 sep 2013	0,7	-1,9	3,2	-0,6	4,0	1,2	-7,3	2,6	5,8	4,8	-3,2

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

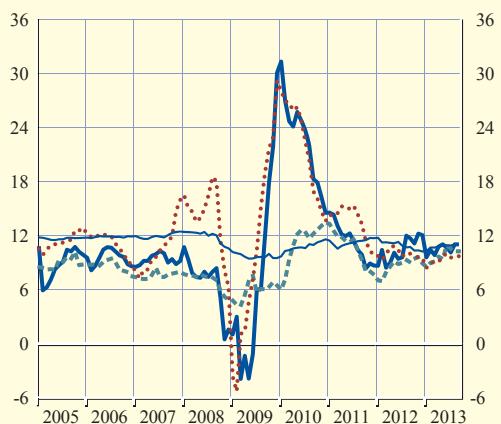
La mayor parte de los subíndices sectoriales de los mercados de renta variable de la zona del euro registraron subidas durante el período analizado, con la notable excepción del sector de sanidad y el de agua, gas y electricidad (*utilities*). Los aumentos más pronunciados correspondieron al sector tecnológico y al de telecomunicaciones, cuyas cotizaciones se incrementaron en torno al 6% y el 5%, respectivamente. Las cotizaciones del sector financiero de la zona del euro experimentaron un acusado descenso en junio (el -9%) como consecuencia de la caída de los precios de los activos de este sector, pero recuperaron el terreno perdido y finalizaron período de referencia en niveles ligeramente inferiores a los observados a finales de mayo. En Estados Unidos, las variaciones registradas en los subíndices sectoriales estuvieron encabezadas por el sector de sanidad, con un incremento de alrededor del 4%.

Los datos sobre beneficios de las empresas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que la caída de la tasa de crecimiento de los beneficios reales, calculada para los doce meses anteriores, se moderó ligeramente durante el período analizado, pasando de alrededor del -6% en mayo a aproximadamente el -3% en agosto. Aunque la tasa de crecimiento de los beneficios del sector financiero todavía fue negativa, mejoró en los tres últimos meses (hasta el -11%, desde el -21% de mayo). Pese a que el crecimiento de los beneficios de las empresas del sector financiero fue negativo, los anuncios de resultados tendieron a respaldar las cotizaciones, ya que superaron las expectativas de los mercados. En el caso de

Gráfico 28 Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)

- Zona del euro, a corto plazo¹⁾
- Zona del euro, a largo plazo¹⁾
- - - Estados Unidos, a corto plazo²⁾
- Estados Unidos, a largo plazo²⁾



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.

1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).

2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

las empresas del sector no financiero, la tasa de crecimiento de los beneficios solo fue levemente negativa y en general colmó las expectativas de los mercados. Para los próximos doce meses, los participantes en el mercado esperan que los beneficios por acción se recuperen (con un crecimiento del 11 %), mientras que pronostican que el crecimiento a largo plazo (cinco años) de los beneficios por acción será de aproximadamente el 10 % anual, lo que representa un pequeño aumento con respecto a mayo de 2013 (véase gráfico 28). En el recuadro 7 se analiza la evolución de los precios de los activos en la zona del euro.

Recuadro 7

POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DURANTE LA CRISIS FINANCIERA Y EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

EL BCE ha respondido con rapidez y decisión a la crisis financiera y al consiguiente deterioro de la situación económica, monetaria y financiera con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo¹. Un conjunto de medidas adoptadas por el BCE pusieron a disposición del sistema bancario una amplia liquidez y tuvieron como objetivo salvaguardar la transmisión de la política monetaria en momentos de disfunción y de fragmentación de los mercados financieros, ayudando con ello a sostener la intermediación financiera y la oferta de crédito a la economía real. Al mismo tiempo, los tipos de interés históricamente bajos y el grado sin precedentes de apoyo a la liquidez pudieron generar preocupación sobre la aparición de nuevos desajustes en los precios de los activos y de desequilibrios financieros. En este recuadro se examina la evolución de los precios de los activos en la zona del euro y se llega a la conclusión de que actualmente es escasa la evidencia que indique la existencia de un desajuste generalizado en dichos precios.

Impacto de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales sobre el precio de los activos

Los ajustes en la orientación de la política monetaria del BCE se logran habitualmente mediante cambios en los tipos de interés oficiales. Las modificaciones de estos tipos y los ajustes correspondientes en las expectativas sobre los futuros tipos de interés oficiales afectan directamente a los tipos a corto plazo del mercado interbancario y a todos los rendimientos de los instrumentos financieros a los distintos plazos. Aparte de los efectos sobre los precios de los instrumentos de renta fija, los precios de todas las demás clases de activos —como las cotizaciones bursátiles, los precios de los inmuebles y los tipos de cambio— también se ven influidos por los cambios en los tipos de interés oficiales, debido al arbitraje. Así pues, las variaciones de los precios de los activos constituyen un canal natural a través del cual los cambios en la orientación de la política monetaria afectan a la economía en general. La evolución del dinero y del crédito también se ve afectada por los tipos de interés —a través de cambios en el coste de oportunidad de tener dinero frente a activos alternativos y a través de los precios de los activos en un entorno de trasvases de cartera entre distintos tipos de activos, así como a través del canal del crédito bancario que opera mediante ajustes de precios y cantidades en los balances de los bancos y de los prestatarios—.

En este contexto, puede considerarse que la mayor parte de las medidas no convencionales aplicadas por el BCE operan a través de los canales de precios de los activos. Por ejemplo, el procedimiento de

¹ Para una panorámica general, véanse el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010, y el artículo titulado «La medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena de las operaciones de financiación atenuó la tensión sobre la disponibilidad y el coste de financiación de los bancos, mientras que los programas de adquisiciones de bonos garantizados establecidos por el BCE apoyaron un canal concreto de financiación bancaria que se había visto dañado tras la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008 y la consiguiente alteración del normal funcionamiento de los mercados interbancarios. Además, el programa para los mercados de valores y el anuncio de las operaciones monetarias de compraventa (OMC) tuvo por objeto restablecer el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, centrándose en el mercado secundario de deuda soberana. Al brindar apoyo y medidas de respaldo a mercados de activos específicos, las medidas no convencionales también pueden contribuir a aliviar indirectamente la restricciones de financiación y de liquidez y, por tanto, ayudar a superar las disfunciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria y lograr que la orientación de la política monetaria del BCE se transmita correctamente a la economía real.

Condiciones que pueden dar lugar a desajustes en los precios de los activos

Además de afectar a los precios de los activos de una manera normal o «deseable», las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales pueden, en determinadas circunstancias, conllevar el riesgo de crear un entorno propicio a desajustes en los precios de los activos y a la aparición de desequilibrios financieros. Por ejemplo, los tipos de interés que se mantengan reducidos durante demasiado tiempo tienen el potencial de inducir a una asunción excesiva de riesgos y a una infravaloración de los mismos si los inversores comienzan a comprar activos de alta rentabilidad, independientemente de su perfil de riesgo, en su búsqueda de rendimientos, como consecuencia de los bajos tipos de interés de los activos de bajo riesgo. Las preocupaciones sobre los desajustes en los precios de los activos también pueden surgir de los elevados volúmenes de exceso de liquidez que se derivan de las medidas no convencionales del BCE. En tal situación y sujetos a la demanda y a la capacidad de absorber riesgos, los bancos pueden estar más predisuestos a ampliar el crédito a los hogares, los Gobiernos y las sociedades no financieras u otras instituciones financieras para la adquisición de activos o pueden comprar activos directamente. En este caso, la demanda de esos activos crecerá y empujará al alza los precios. Por lo tanto, las preocupaciones sobre los posibles desajustes en los precios deberían estar relacionadas con la fortaleza del crecimiento del dinero y del crédito y no con el aumento de las reservas bancarias *per se*.

Aunque los desajustes en los precios de los activos son intrínsecamente difíciles de detectar, se pueden extraer señales sobre el verdadero valor fundamental de los activos examinando las valoraciones de las acciones y de los activos inmobiliarios en relación con su capacidad potencial de generación de ingresos en términos de dividendos/beneficios y rentas, respectivamente. Si una de estas valoraciones se aparta demasiado o por demasiado tiempo de determinadas referencias, suele ser una señal de riesgo futuro o inminente de una evolución insostenible del precio de los activos. Del mismo modo, los diferenciales entre los rendimientos de la renta fija no financiera con una elevada calificación crediticia y la deuda soberana deberían reflejar la magnitud del nivel de incertidumbre asociado a las perspectivas económicas y la frecuencia de impago esperada de las empresas. Una fuerte contracción de los diferenciales de rendimientos de la renta fija no financiera que se aparte de la mejora de las perspectivas económicas podría proporcionar, de este modo, una señal de una evolución desajustada de los precios de los bonos.

Existe evidencia de que determinadas variables indicador pueden proporcionar información sobre los ciclos alcistas y bajistas en mercados de activos específicos. La evolución del dinero y del crédito destaca a este respecto, ya que una serie de canales teóricos vinculan estas variables con los

precios de los activos y, en última instancia, con los precios de consumo². Efectivamente, si se tienen en cuenta las regularidades empíricas, los ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos parecen haber estado asociados históricamente con importantes fluctuaciones en los agregados monetarios y crediticios, especialmente en períodos de i) ciclos bajistas de los precios de los activos, o ii) ciclos alcistas que terminan en dificultades financieras. Un resultado robusto que figura en varios estudios recientes es que distintas medidas de creación excesiva de crédito son buenos indicadores adelantados de una acumulación de desequilibrios financieros en la economía. Así pues, el análisis monetario del BCE considera, entre otros elementos, la evolución del dinero y del crédito para evaluar si los desajustes en los precios de los activos parecen estar presentes en la zona del euro.

Escasa evidencia de desajustes generalizados en los precios de los activos en la zona del euro

En general, a pesar de que la provisión de liquidez agregada por parte del BCE ha aumentado sustancialmente en los últimos años como consecuencia de distintas medidas no convencionales, la dinámica del dinero y, sobre todo, del crédito ha mantenido su debilidad³. Ello sugiere que, actualmente, el mantenimiento de un elevado volumen de exceso de liquidez en los mercados monetarios no está alentando desajustes en el riesgo de crédito implícito en los precios de los activos. Los volúmenes de exceso de liquidez son más bien una señal de que los mercados financieros de la zona del euro siguen estando fragmentados.

Concretamente, el crecimiento del dinero y del crédito ha sido débil desde mediados de 2010, habiendo caído el crecimiento medio interanual del agregado monetario amplio, M3, desde el 11,2% de 2007 hasta el 2,3% del segundo trimestre de 2013, y habiendo pasado el crecimiento de los préstamos al sector privado del 10,8% al -0,9% en el mismo período. Los modelos de alerta temprana basados en la evolución del dinero, del crédito y de la economía real pueden proporcionar una valoración del riesgo de que se produzca un ciclo alcista o bajista de los precios de los activos. El gráfico A muestra que en los últimos cuatro años la probabilidad de una fase alcista o bajista en un mercado de activos que combine las acciones y el precio de la vivienda de la zona del euro durante los dos años siguientes se ha mantenido por debajo del umbral crediticio que señalaría un riesgo, basado en la experiencia histórica (como indica el hecho de que las últimas estimaciones se sitúen en el cuadrante inferior izquierdo del gráfico A). Sin embargo, las débiles señales que proceden de este indicador pueden enmascarar diferencias entre los países de la zona del euro o entre tipos de activos, en cuanto a los riesgos de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas derivados de la fragmentación financiera.

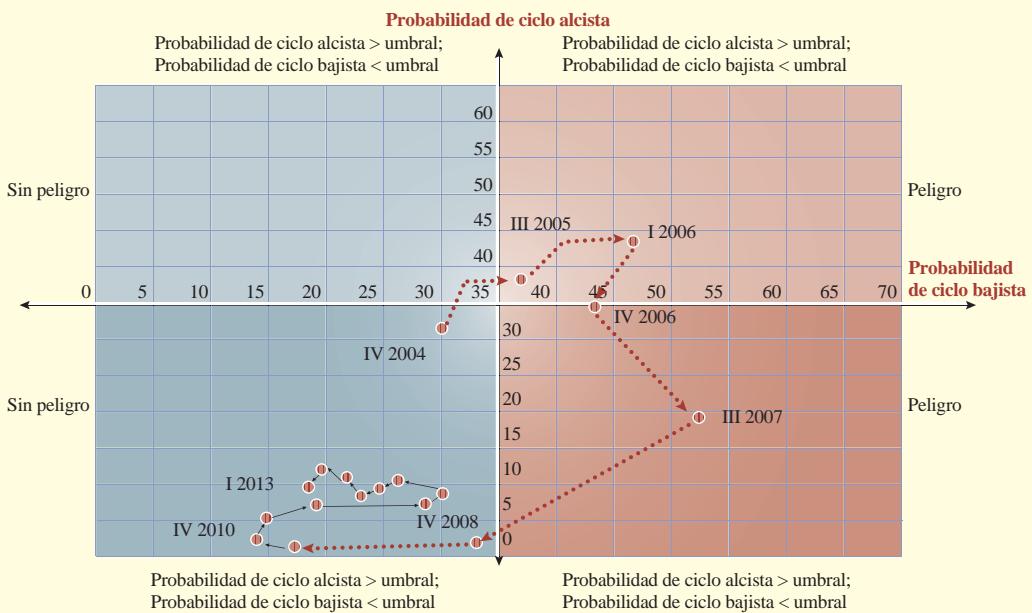
Por lo que respecta a los mercados de renta fija, los diferenciales de la renta fija no financiera y de la renta fija bancaria en relación con los correspondientes tipos *swap* aumentaron sustancialmente en el otoño de 2008 como resultado de las graves tensiones observadas en los mercados financieros. Desde mediados de 2009 y después de la respuesta sin precedentes ofrecida en materia de política monetaria, se estrecharon considerablemente. Tras ampliarse de nuevo en el contexto de la crisis de la deuda soberana, estos diferenciales se han reducido significativamente, al mejorar la confianza de los participantes en los mercados financieros desde la puesta en marcha de las dos operaciones principales de financiación con vencimiento a tres años en el invierno de 2011/2012 y el anuncio de la OMC

2 Para un comentario detallado de esta línea de investigación, véase «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2005, y «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2010.

3 Sobre las relaciones entre exceso de liquidez y crecimiento monetario, véase el recuadro titulado «Relación entre la base monetaria, el agregado monetario amplio y los riesgos para la estabilidad de precios», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012.

Gráfico A Valoración del riesgo de ciclos alcistas y bajistas en los precios compuestos de los activos de la zona del euro

(porcentaje)



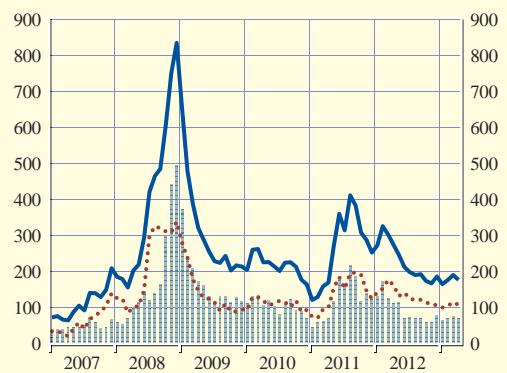
Fuentes: Estimaciones de los expertos del BCE basadas en Gerdesmeier, Reimers y Roffia (2010 y 2011) (véase nota a pie de página n.º 3 en este recuadro).

a mediados de 2012. Los importantes avances realizados en términos de gobernanza a nivel tanto nacional como europeo han favorecido también esta evolución. Por ejemplo, la recapitalización de los bancos y la decisión de establecer una unión bancaria han contribuido a una percepción más positiva por parte de los inversores. Como consecuencia, a finales de julio de 2013 los diferenciales de la renta fija no financiera con calificación de grado de inversión y de la renta fija bancaria en relación con los correspondientes tipos *swap* se situaron, en promedio, en 107 y 177 puntos básicos, respectivamente, próximos a sus niveles más bajos en dos años (véase gráfico B). Además, la diferencia entre los diferenciales de la renta fija bancaria y de la renta fija no financiera también se redujo. No obstante, ambos grupos de diferenciales se mantienen muy por encima de los niveles observados antes de la crisis financiera, como reflejo, en parte, de una percepción de riesgo más elevada en un entorno económico frágil y la continua

Gráfico B Diferenciales de la renta fija no financiera y de la renta fija bancaria con calificación de grado de inversión, y la diferencia entre los dos

(puntos básicos)

- Renta fija bancaria con calificación de grado de inversión
- Renta fija no financiera con calificación de grado de inversión
- Diferencia



Fuentes: Merrill Lynch y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2013. Los diferenciales se calculan en referencia a los tipos *swap*, teniendo en cuenta el ajuste por vencimientos. El plazo medio hasta el vencimiento es entre tres y seis años.

necesidad de sanear los balances de las empresas a raíz de la crisis⁴.

Por lo que se refiere a los mercados de renta variable, las cotizaciones en la zona del euro han seguido una tendencia al alza desde julio de 2012. Esta tendencia alcista refleja mejoras en el apetito por el riesgo de los inversores, cuyas preferencias se han desplazado hacia las acciones en un intento de buscar rendimientos en el actual entorno de bajos tipos de interés reales. Sin embargo, las cotizaciones aún están lejos de los niveles anteriores a la crisis financiera en la mayor parte de los países de la zona del euro. Además, en la zona del euro las ratios precio/beneficios siguen siendo relativamente bajas desde un punto de vista histórico (véase gráfico C)⁵.

Conclusión

Los bajos tipos de interés y las medidas de política monetaria no convencionales tienen, en determinadas circunstancias, el potencial de crear un entorno propicio a desajustes en los precios de los activos y a la aparición de desequilibrios financieros. No obstante, el análisis de un conjunto seleccionado de indicadores de precios de los activos ha mostrado que actualmente, en el caso de la zona del euro, es escasa la evidencia de un desajuste generalizado en los precios de los activos o de una acumulación de desequilibrios financieros. Estos precios continúan reflejando, en general, una elevada percepción de riesgo y el mantenimiento de la fragmentación en los mercados financieros de los países de la zona del euro. Las perspectivas de inflación a medio plazo siguen estando contenidas, debido a la debilidad de la demanda agregada y a la falta de dinamismo del crecimiento del dinero y del crédito.

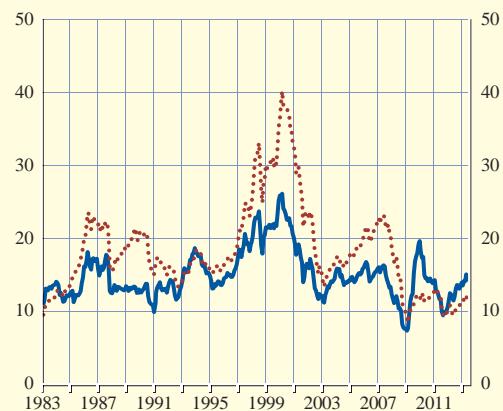
4 Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los diferenciales de los valores de renta fija privada emitidos por las sociedades no financieras», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2013.

5 Para más información, véase el recuadro titulado «Stock market developments in the light of the current low yield environment», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2013.

Gráfico C Ratios precio/beneficios en la zona del euro basadas en los beneficios del año anterior y beneficios medios de diez años

(ratios)

— Basadas en los beneficios del año anterior
····· Basadas en los beneficios medios de diez años



Fuentes: DataStream, OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los índices utilizados son los índices amplios de DataStream. Los ratios precio/beneficios basados en los beneficios medios de diez años se calculan haciendo uso de la media de los últimos beneficios de diez años medidos al nivel de precios del período actual.

2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

En el período comprendido entre abril y julio de 2013, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se mantuvo estable, reflejando el descenso del coste de la financiación mediante acciones y préstamos bancarios a largo plazo, que quedó compensado con aumentos en el coste de los valores de renta fija y de los préstamos bancarios a corto plazo. Por lo que respecta a los flujos de financiación, los préstamos bancarios otorgados a las sociedades no financieras continuaron disminuyendo en el segundo trimestre de 2013. La contracción de los préstamos refleja fundamentalmente la débil actividad económica en un contexto de condiciones restrictivas de acceso al crédito bancario en algunas partes de la zona del euro. La emisión de valores de renta fija por parte de este sector siguió siendo elevada, aunque se ha desacelerado considerablemente desde principios de año.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de sus saldos vivos, corregido de efectos de valoración, se mantuvo estable, en el 3,2%, entre abril y julio de 2013 (véase gráfico 29), ya que la disminución del coste de las acciones y de los préstamos bancarios a largo plazo quedó compensada con el aumento del coste de los valores de renta fija y de los préstamos bancarios a corto plazo. El coste real de las acciones y de los préstamos bancarios a largo plazo retrocedió en torno a 25 puntos básicos durante el período analizado, hasta el 6,3% y el 1,3%, respectivamente. En cambio, el coste real de los valores de renta fija y de los préstamos a corto plazo otorgados a las sociedades no financieras se incrementó 26 y 18 puntos básicos, respectivamente, entre abril y julio de 2013, hasta el 0,9% y el 1,5%. Datos más recientes indican que el coste de la financiación de mercado se ha estabilizado. Desde una perspectiva histórica, en julio de 2013, el coste real total de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro permaneció en su nivel más bajo desde 1999, al igual que el coste real de los valores de renta fija y de los préstamos bancarios.

Gráfico 29 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)

- Coste total de la financiación
- Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo
- Tipos de interés reales aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo
- Coste real de los valores de renta fija
- Coste real de las acciones cotizadas



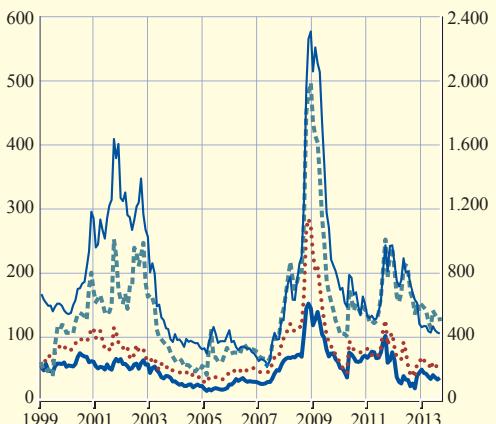
Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores distintos de acciones y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase recuadro 4, *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. 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 resultantes de la aplicación de los reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

Gráfico 30 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras

(puntos básicos; medias mensuales)

- Bonos AA denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos A denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos BBB denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos de alta rentabilidad denominados en euros (escala derecha)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

Cuadro 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta julio de 2013 ¹⁾		
	II 2012	III 2012	IV 2012	I 2013	Jun 2013	Jul 2013	Abr 2012	Abr 2013	Jun 2013
Tipos de interés aplicados por las IFM									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	4,19	3,96	3,94	3,93	3,86	3,81	-44	-10	-5
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	4,08	3,87	3,79	3,75	3,73	3,86	-33	0	13
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	4,00	3,64	3,41	3,49	3,29	3,27	-94	-15	-2
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,56	2,21	2,28	2,12	2,16	2,23	-31	2	7
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,28	3,01	2,90	2,85	2,93	3,06	-48	8	13
Pro memoria									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,65	0,22	0,19	0,21	0,22	0,23	-48	2	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,27	0,07	-0,01	0,07	0,30	0,18	-14	14	-12
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,69	1,26	1,07	1,10	1,51	1,34	-46	39	-17

Fuente: BCE.

Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre los bonos con calificación AAA (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

En el período comprendido entre abril y julio de 2013, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras descendieron ligeramente en el caso de los préstamos de hasta un millón de euros y experimentaron un leve incremento en el de los préstamos de más de un millón de euros (véase cuadro 7). Durante el período analizado, la evolución de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras de la zona del euro en su conjunto sugiere que los cambios más recientes en la orientación de la política monetaria todavía no han quedado plenamente reflejados en el coste marginal del crédito bancario. La evidencia empírica disponible apunta a unos retardos considerables en la transmisión de las medidas de política monetaria a los tipos de interés aplicados a los préstamos. Además, otros factores, entre ellos el elevado riesgo de crédito de los prestatarios y la débil situación económica, pueden explicar la resistencia de los tipos de interés del crédito bancario a seguir disminuyendo. Al mismo tiempo, la evolución de los tipos de interés del crédito bancario en la zona del euro en su conjunto oculta un grado significativo de heterogeneidad a nivel de países.

En el período de referencia, los tipos de interés a tres meses del mercado monetario, el rendimiento de la deuda pública a dos años y el rendimiento de la deuda pública a siete años de la zona del euro con calificación AAA registraron un aumento de 2, 14 y 39 puntos básicos, respectivamente (véase la nota del cuadro 7). Además, en el período analizado, el diferencial de tipos entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros se estrechó tanto para los vencimientos a corto plazo como a largo plazo.

Los diferenciales entre el coste total de los valores de renta fija de las sociedades no financieras y el rendimiento de la deuda pública a siete años se estrecharon 52 puntos básicos entre abril y julio de 2013, impulsados básicamente por el aumento de los rendimientos de la deuda pública. Al mismo tiempo, la aversión

al riesgo en los mercados financieros continuó siendo significativa, como muestra el incremento de 10 puntos básicos de los diferenciales de los valores de renta fija con calificación BBB (véase gráfico 30).

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

En un contexto de atonía de la actividad económica en el primer trimestre de 2013 y pese al repunte observado en el segundo trimestre, la rentabilidad de las sociedades no financieras de la zona del euro, medida por la tasa de crecimiento de los beneficios por acción, permaneció en niveles negativos en el segundo trimestre y en julio y agosto de 2013 (véase gráfico 31). De cara al futuro, basándose en los indicadores de mercado, los participantes en el mercado esperan una mejora gradual de la rentabilidad y que pase a ser positiva a principios del año que viene.

En cuanto a la financiación externa de las empresas, la tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras continuó descendiendo, hasta el -3,2% en el segundo trimestre de 2013, en comparación con el -2,4% del primer trimestre. Por lo que respecta a la demanda, esta evolución reflejó la escasa confianza empresarial, así como la disponibilidad de fuentes de financiación interna y externa alternativas (como los valores distintos de acciones). Al mismo tiempo, las condiciones de acceso al crédito bancario en los países sometidos a tensiones financieras continuaron siendo restrictivas, lo que afectó a la oferta de crédito a la economía real.

Para la zona del euro en su conjunto, el nivel relativamente elevado de emisión de valores distintos de acciones compensó el descenso de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras, lo que apunta a cierta sustitución de la financiación bancaria por la financiación de mercado (véase gráfico 32). No obstante, la composición por países y sectores de la actividad emisora muestra que el mayor recurso a la financiación de mercado no ha beneficiado mucho a los países sometidos a tensiones financieras significativas. Además, aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se mantuvo en un nivel alto como consecuencia,

Gráfico 31 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— Reales
.... Esperados

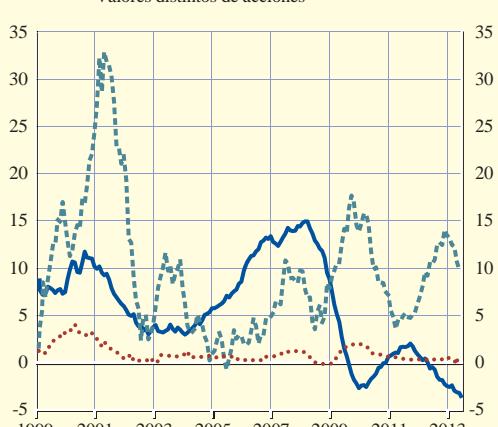


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Financiación externa bancaria y en los mercados de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual)

— Préstamos de las IFM
.... Acciones cotizadas
- - - Valores distintos de acciones



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

fundamentalmente, de unas condiciones de precio favorables, ha disminuido ligeramente desde principios de 2013, y en junio de 2013 cayó hasta el 9,8%. La desaceleración observada en la emisión de estos valores se debió fundamentalmente a la caída de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y a tipo de interés fijo por parte de las sociedades no financieras, que quedó parcialmente compensada por cierta recuperación de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo. Como se ha indicado anteriormente, habida cuenta del elevado grado de concentración del mercado europeo de renta fija privada, las variaciones registradas a escala agregada realmente pueden reflejar la actividad emisora de algunos países. Durante ese mismo período, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de las sociedades no financieras se incrementó hasta situarse en el 0,4%.

En el segundo trimestre de 2013, la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras fue resultado del descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos con plazo de vencimiento de hasta un año, desde el 1,7% en el primer trimestre de 2013 hasta el -2,1% en el segundo trimestre, y de una nueva disminución de las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a medio y largo plazo (véase cuadro 8).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondientes al segundo trimestre de 2013 mostraron un descenso prácticamente sin variación de la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras con respecto al primer trimestre de 2013 (véase gráfico 33). Sin embargo, el análisis de la contribución de los distintos factores sugiere que la necesidad de financiar la inversión en capital fijo y las necesidades de financiación de fusiones y adquisiciones, así como la financiación interna, siguieron influyendo en la demanda de préstamos, mientras que las necesidades de financiación asociadas a la restructuración de la deuda, existencias y capital circulante contribuyeron positivamente a la demanda de préstamos.

Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras

	Tasas de crecimiento interanual				
	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II
Préstamos de IFM	-0,6	-1,5	-2,3	-2,4	-3,2
Hasta un año	-1,3	-1,7	0,6	1,7	-1,8
De uno a cinco años	-3,2	-4,7	-6,0	-6,3	-6,2
Más de cinco años	0,5	-0,4	-2,3	-2,9	-2,9
Valores distintos de acciones	10,6	12,6	14,1	12,5	9,8
A corto plazo	28,8	3,3	2,8	8,6	-8,6
A largo plazo, <i>de los cuales</i> ¹⁾	8,8	13,6	15,2	12,8	11,9
A tipo fijo	9,7	14,5	16,6	14,4	13,0
A tipo variable	-2,1	0,7	-2,1	-1,0	4,6
Acciones cotizadas	0,3	0,4	0,5	0,1	0,4
Pro memoria²⁾					
Total financiación	1,4	1,1	1,0	1,0	-
Préstamos a sociedades no financieras	0,8	0,9	0,2	-0,1	-
Reservas técnicas de seguro ³⁾	1,4	1,4	1,1	1,1	-

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración.

1) La suma de los valores distintos de acciones a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores distintos de acciones a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

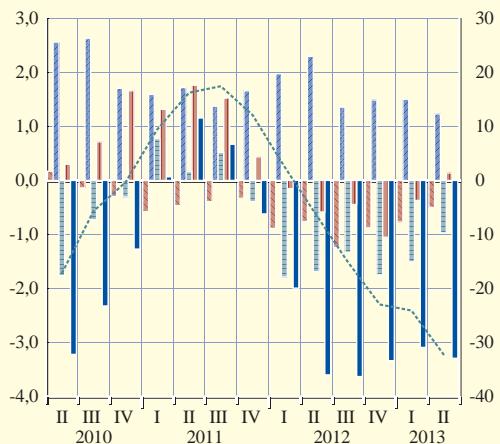
2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores distintos de acciones, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 33 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



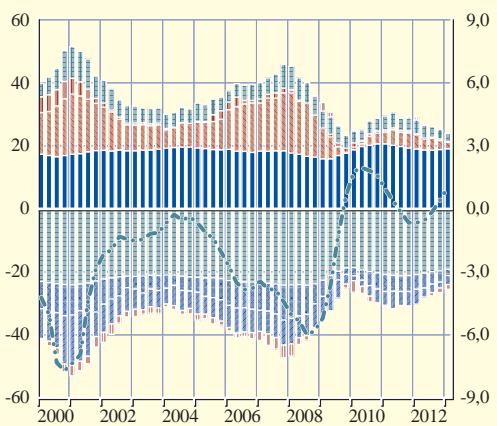
Fuente: BCE.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y las que indican que ha contribuido a una reducción. En la escala derecha, las variables se presentan en porcentajes netos.

Gráfico 34 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)

- Ahorro bruto y transferencias netas de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Formación bruta de capital
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Financiación mediante deuda
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Otros
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Notas: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensadas y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

Al mismo tiempo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo básicamente estable en el segundo trimestre de 2013. La evolución de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y créditos reflejó un leve retroceso de la contribución de factores como la percepción de riesgos y los problemas de disponibilidad de fondos de las entidades de crédito. Pese a ello, el riesgo de crédito de los prestatarios y la incertidumbre macroeconómica siguieron siendo los principales factores determinantes de los criterios de concesión del crédito bancario. De cara al tercer trimestre de 2013, las entidades de crédito esperan una ligera reducción del endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas.

La brecha de financiación (o necesidad de financiación) de las sociedades no financieras, es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas, se mantuvo en terreno positivo y aumentó desde el 0,4% en el cuarto trimestre de 2012 hasta el 1% en el primer trimestre de 2013 (véase gráfico 34). Este incremento se debió fundamentalmente a la menor inversión en capital fijo y al aumento del ahorro, que se mantiene en niveles elevados.

POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, el endeudamiento del sector de sociedades no financieras descendió ligeramente en el cuarto trimestre de 2012. La deuda en relación con el PIB siguió disminuyendo desde el 79% en el cuarto trimestre de 2012 hasta el 78,6% en el primer trimestre de 2013, y la

Gráfico 35 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras

(porcentajes)

— Deuda en relación con el PIB (escala izquierda)
..... Deuda en relación con los activos totales (escala derecha)



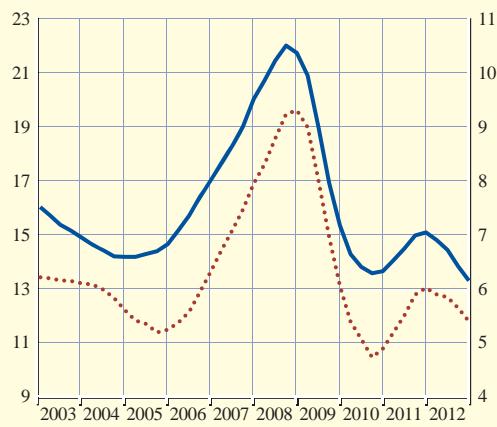
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores. Incluyen préstamos (excluidos los préstamos entre empresas relacionadas), valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones.

Gráfico 36 Carga por intereses de las sociedades no financieras

(suma móvil de cuatro trimestres; en porcentaje del excedente bruto de explotación)

— Carga bruta por intereses (escala izquierda)
..... Carga neta por intereses (escala derecha)



Fuente: BCE.

Nota: La carga neta por intereses se define como la diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses de las sociedades no financieras, en relación con su excedente bruto de explotación.

ratio de deuda sobre activos totales se redujo desde el 26,1% hasta el 25,7%. Aunque se han producido variaciones pese a la debilidad de la actividad económica, han sido relativamente limitadas si se comparan con los máximos registrados. Al mismo tiempo, la carga bruta por intereses de las sociedades no financieras siguió moderándose ligeramente en el primer trimestre de 2013 y se situó en el 13,3% en relación con su excedente bruto de explotación (véase gráfico 36).

2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el segundo trimestre de 2013, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por un leve descenso de los tipos de interés de los préstamos bancarios, especialmente en el caso de los préstamos a medio y largo plazo, así como por la persistencia de una heterogeneidad considerable entre países. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se ha estabilizado marginalmente desde comienzos del año y en julio de 2013 se situó en el 0,3%. Por lo tanto, los datos más recientes siguen apuntando a una evolución contenida del endeudamiento de este sector, que refleja, en parte, la necesidad de que, en algunos países, los hogares reduzcan sus niveles de deuda. No obstante, se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible de los hogares volvió a registrar un ligero incremento en el segundo trimestre al estancarse la renta y aumentar ligeramente la deuda. Al mismo tiempo, la carga por intereses de este sector prácticamente no experimentó variación.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Los costes de financiación del sector hogares de la zona del euro descendieron ligeramente en el segundo trimestre de 2013, impulsados por la reducción de los tipos de interés aplicados a los préstamos a

medio y largo plazo. En cambio, los tipos de los préstamos a corto plazo no se modificaron o experimentaron un leve aumento, lo que podría reflejar la habitual transmisión retardada de anteriores modificaciones de los tipos de mercado, así como las persistentes dificultades en la transmisión de los tipos de interés oficiales del BCE en algunos países de la zona del euro. A escala de la zona del euro, la evolución de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares continuó presentando divergencias en las distintas categorías de préstamo y plazos, observándose todavía una heterogeneidad considerable entre los distintos países. Al mismo tiempo, los costes totales de financiación de los hogares disminuyeron en la mayor parte de los países de la zona del euro, lo que llevó a una pequeña disminución de la heterogeneidad mencionada.

Por lo que respecta a los tipos de interés de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda, los tipos aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial) se mantuvieron prácticamente sin cambios con respecto a los niveles del primer trimestre de 2013 y el cuarto trimestre de 2012. Por el contrario, los tipos de interés de los préstamos a medio y largo plazo (es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre uno y cinco años y préstamos con período de fijación del tipo inicial de entre cinco y diez años) continuaron descendiendo y registraron mínimos históricos (véase gráfico 37). En julio, los tipos de interés no variaron con respecto a junio en ninguno de los plazos de vencimiento.

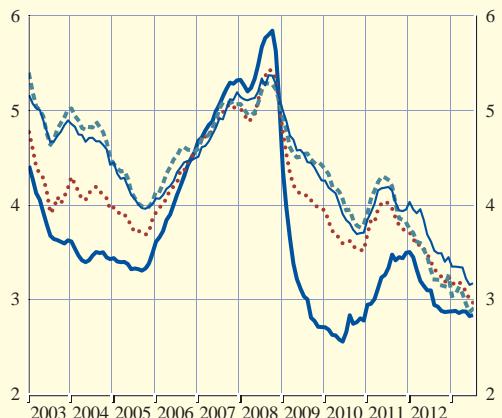
En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, los tipos de interés aumentaron ligeramente en el segundo trimestre de 2013 en el caso de los préstamos a más corto plazo, mientras que los tipos de los préstamos a más largo plazo prácticamente no se modificaron. En julio, los tipos de interés de los préstamos a más corto plazo descendieron levemente, mientras que en los demás plazos de vencimiento básicamente no experimentaron variaciones en comparación con junio.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2013 indican que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a los préstamos para adquisición de vivienda otorgados a los hogares fue menor en el segundo trimestre que en el trimestre precedente, así como menor de lo esperado. Se observó una evolución similar de los criterios de aprobación aplicados al crédito al consumo, que se relajaron ligeramente en términos netos en el segundo trimestre por primera vez desde finales de 2007. Para obtener más información, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2013» en la versión en inglés del Boletín Mensual de agosto de 2013. Según los resultados de la encuesta, las expectativas en torno a la actividad económica en general y las perspectivas del mercado de la vivienda fueron los principales factores que contribuyeron a la evolución de los criterios de concesión del crédito para ambas modalidades de préstamo. La mayor parte de las condiciones de

Gráfico 37 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- Tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial
- Más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial
- Más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial
- Más de diez años de fijación del tipo inicial



Fuente: BCE.

precio y otras condiciones aplicadas a los préstamos para adquisición de vivienda se endurecieron en el segundo trimestre, registrándose una ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios y los de mayor riesgo, mientras que las condiciones aplicadas al crédito al consumo variaron menos, con una reducción de los márgenes de los préstamos ordinarios y ligeros incrementos de los aplicados a los préstamos de mayor riesgo.

FLUJOS DE FINANCIACIÓN

El crecimiento del total de préstamos concedidos a los hogares de la zona del euro ha sido débil desde mediados de 2012. El total de préstamos otorgados a este sector volvió a reducirse en el primer trimestre de 2013 (el último trimestre para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas de la zona del euro), como consecuencia de la moderación de la actividad crediticia de las IFM. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares cayó hasta situarse en el 0 %, frente al 0,2 % del trimestre anterior. Las estimaciones para el segundo trimestre de 2013 apuntan a una ligera recuperación de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos a hogares (véase gráfico 38). La tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a este sector (sin ajustar de ventas o titulizaciones) descendió hasta el 0,2 % en el primer trimestre, frente al 0,5 % del trimestre precedente. Las ventas y titulizaciones de préstamos, que con frecuencia hacen que los préstamos a hogares se desplacen entre el sector de IFM y el de OIF, volvieron a disminuir en el primer trimestre, por lo que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por instituciones distintas de IFM a los hogares retrocedió de nuevo y se situó en el -1,9 %, desde el -1 % del trimestre anterior.

Si se consideran los datos de las IFM ya disponibles para el segundo trimestre y julio de 2013, el crecimiento de los préstamos a los hogares de la zona del euro parece haberse estabilizado en niveles ligeramente positivos desde principios de año. Más concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos a este sector (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el 0,3 % en el segundo trimestre y en julio, prácticamente sin variación desde comienzos de año, lo que señala que la actividad de originación se mantuvo estable, en general, en un nivel bajo (para más detalles, véase la sección 2.1).

El detalle de los préstamos según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las IFM (ajustados de ventas y titulizaciones) cayó hasta el 0,7 % en julio, continuando con la moderación gradual observada desde enero (mes en que se situó en el 1,4 %), lo que puso fin a la breve y ligera recuperación registrada en el cuarto trimestre de 2012. Esta moderación reflejó la continuación de la atonía observada en los flujos mensuales (ajustados) de préstamos hipotecarios en los últimos meses. Sin embargo, los préstamos para

Gráfico 38 Total de préstamos concedidos a los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)

Crédito al consumo de IFM
 Préstamos de IFM para adquisición de vivienda
 Otros préstamos de IFM
 Total préstamos de IFM
 Total préstamos



Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el segundo trimestre de 2013 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes.

adquisición de vivienda siguieron representando la mayor parte del crédito otorgado por las IFM a los hogares. Todas las demás categorías de préstamo a hogares continuaron contrayéndose. Aunque la tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo aumentó en julio (hasta el -2,6%, frente al -3,1% de marzo), permaneció en terreno negativo, donde lleva desde abril de 2009. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos, que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica propia, se situó en el -0,8% en julio, básicamente invariable con respecto a marzo, continuando así en niveles negativos (donde lleva desde junio de 2012).

En cuanto a las causas subyacentes de la fragilidad del crecimiento del crédito de las IFM a los hogares, los elevados niveles de endeudamiento, la debilidad de los mercados de la vivienda y la necesidad, a medio plazo, de corregir excesos del pasado (especialmente en algunos países de la zona del euro) siguen influyendo en la demanda de préstamos. Al mismo tiempo, la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2013 pone de manifiesto una contracción menor de la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo en el segundo trimestre en relación con el trimestre anterior. Según la encuesta, numerosos factores contribuyeron a esta evolución, entre ellos el menor deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda, y el aumento de la confianza de los consumidores y del gasto de consumo no relacionado con la adquisición de vivienda. De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito al consumo descienda muy ligeramente en el tercer trimestre.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se situó en el 1,7% en el primer trimestre de 2013 (levemente inferior al 1,8% del trimestre precedente; véase gráfico 39). Como en el trimestre anterior, este descenso estuvo impulsado por la significativa reducción de la contribución de la inversión en valores distintos de acciones. En cambio, la aportación de la inversión en reservas técnicas de seguro y en otros activos aumentó ligeramente, mientras que la de las acciones no cotizadas y la del efectivo y depósitos no variaron. En conjunto, la prolongada desaceleración observada en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares desde mediados de 2010 refleja la tenue evolución de la renta y, en particular en algunos países, las presiones de desapalancamiento.

POSICIÓN FINANCIERA

La deuda de los hogares de la zona del euro se ha estabilizado en niveles elevados, lo que apunta a que los hogares están teniendo dificultades para desapalancarse. Más concretamente, se estima que la deuda en relación con la renta bruta disponible nominal de los hogares se situó en el 99,6% en el segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 40), lo que representa un ligero aumento con respecto al trimestre

Gráfico 39 Inversión financiera de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

■ Efectivo y depósitos
■ Valores distintos de acciones, excluidos derivados financieros
■ Acciones y otras participaciones
■ Reservas técnicas de seguro
■ Otros¹⁾
..... Activos financieros totales



Fuentes: BCE y Eurostat.

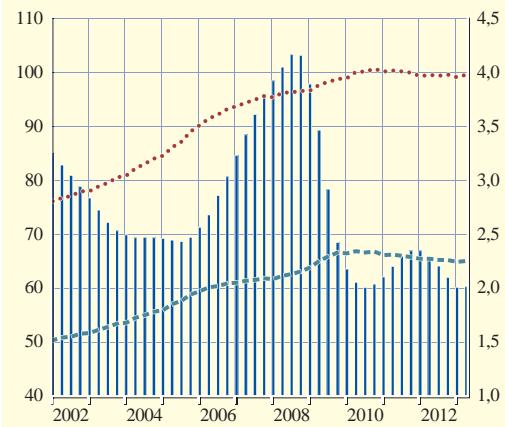
1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

anterior, aunque se mantiene en línea con los niveles observados desde mediados de 2010. Este incremento se debió a un ligero avance de la deuda total de los hogares, combinado con un estancamiento de la renta disponible de este sector, reflejo de la persistente debilidad de la actividad económica. Según las estimaciones, la carga por intereses de los hogares prácticamente no experimentó variación, situándose en el 2 % de la renta disponible en el segundo trimestre de 2013, tras haber descendido gradualmente entre principios de 2012 y comienzos de 2013. Se estima que la deuda en relación con el PIB de este sector se situó en el 65 %, lo que representa solo un ligero aumento con respecto al trimestre anterior.

Gráfico 40 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares

(porcentajes)

— Carga por intereses en porcentaje de la renta bruta disponible (escala derecha)
 Deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible (escala izquierda)
 - - - Deuda de los hogares en relación con el PIB (escala izquierda)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 1,3% en agosto de 2013, frente al 1,6% de julio. Partiendo de los supuestos actuales sobre la evolución de la energía y de los tipos de cambio, se prevé que las tasas de inflación interanual sigan siendo bajas en los próximos meses, debido, especialmente, a la evolución de los precios de la energía. Desde una perspectiva de medio plazo adecuada, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes se mantengan contenidas, como consecuencia de la debilidad generalizada de la demanda agregada y del moderado ritmo de la recuperación. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en consonancia con la estabilidad de precios.

Esta valoración queda también reflejada en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2013, que prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1,5% en 2013 y el 1,3% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2013, la proyección de la inflación correspondiente a 2013 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, mientras que la proyección para 2014 se mantiene inalterada. Se prevé que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios sigan estando, en general, equilibrados en el medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro disminuyó de forma notable en la primera mitad de 2013, debido, principalmente, a un fuerte descenso de la tasa de crecimiento de los precios de la energía desde los altos niveles observados en 2012. Las presiones inflacionistas subyacentes, calculadas mediante diversas medidas del IAPC con exclusión de determinados componentes, también se han relajado hasta el momento en 2013, reflejando la débil evolución de la actividad económica. Por el contrario, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados han seguido manteniendo elevadas las tasas de inflación en algunos países de la zona del euro. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC registró un retroceso en agosto de

Cuadro 9 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2011	2012	2013 Mar	2013 Abr	2013 May	2013 Jun	2013 Jul	2013 Ago
IAPC y sus componentes¹⁾								
Índice general	2,7	2,5	1,7	1,2	1,4	1,6	1,6	1,3
Energía	11,9	7,6	1,7	-0,4	-0,2	1,6	1,6	-0,4
Alimentos	2,7	3,1	2,7	2,9	3,2	3,2	3,5	3,3
Alimentos no elaborados	1,8	3,0	3,5	4,2	5,1	5,0	5,1	.
Alimentos elaborados	3,3	3,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	1,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,4	0,3
Servicios	1,8	1,8	1,8	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	5,8	3,0	0,6	-0,2	-0,2	0,3	0,2	.
Precios del petróleo (euros por barril)	79,7	86,6	84,2	79,3	79,2	78,3	81,9	82,6
Precios de las materias primas no energéticas	12,2	0,5	-1,6	-3,5	-4,8	-7,3	.	.

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

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes (excluidos los alimentos no elaborados y elaborados) de agosto de 2013 corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 41 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

IAPC general (escala izquierda)

Alimentos no elaborados (escala izquierda)

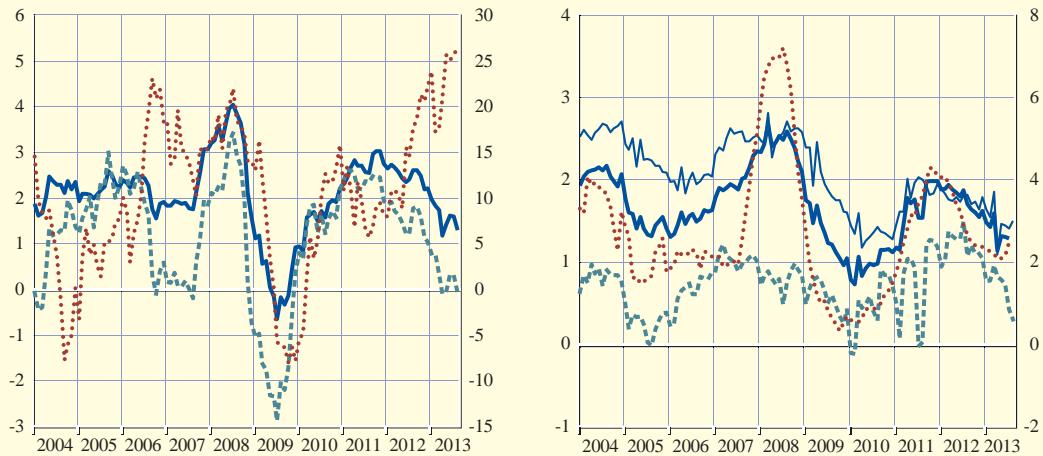
Energía (escala derecha)

IAPC general, excluidos energía y alimentos no elaborados (escala izquierda)

Alimentos elaborados (escala derecha)

Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)

Servicios (escala izquierda)



Fuente: Eurostat.

2013 y se situó en el 1,3 %, como consecuencia de la caída de la tasa de variación interanual de los precios de la energía, de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos, que fue contrarrestada solo en parte por un aumento de la tasa de variación de los precios de los servicios (véase cuadro 9).

En cuanto a los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía disminuyó sustancialmente durante los primeros ocho meses de 2013, aunque mostró cierta volatilidad relacionada con la evolución de los precios del petróleo y con efectos de base positivos y negativos. Esta senda de descenso general reflejó la combinación de la caída de los precios del petróleo en dólares estadounidenses y la apreciación del euro durante el año pasado, así como efectos de base negativos debidos a la desaparición del efecto de anteriores subidas de los precios del petróleo. Durante los meses de verano de 2012, el repunte de los precios del petróleo y un tipo de cambio más bajo del euro frente al dólar estadounidense provocaron un incremento de los precios del petróleo en euros y aceleraron el ritmo de avance de los precios de la energía hasta septiembre de 2012, mes en que se situó en el 9,1 %. Desde octubre de 2012, las tasas de variación de los precios de la energía retrocedieron gradualmente y al final registraron valores negativos en abril y en mayo de 2013, cuando los precios de la energía cayeron un 0,4 % y un 0,2 %, en tasa interanual. En junio de 2013, un fuerte efecto de base impulsó la tasa de crecimiento interanual de este componente hasta el 1,6 %. En julio, último mes para el que se dispone de una desagregación detallada, la tasa de variación interanual del componente energético se mantuvo sin variación, a pesar de un efecto de base negativo. Si se consideran los principales productos energéticos, la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles para automóviles aumentó notablemente en julio, pasando a ser positiva por primera vez desde febrero de 2013, mientras que los precios de la electricidad y del gas registraron tasas de crecimiento interanual más bajas en comparación con junio. La estimación preliminar de Eurostat señala una caída del 0,4 % en el ritmo de avance de los precios de la energía en agosto de 2013, frente al 1,6 % de los dos meses anteriores, debido, principalmente, a un efecto de base negativo.

La inflación interanual de los precios de los alimentos se mantuvo en un nivel elevado —en torno al 3%— durante los primeros ocho meses de 2013, reflejando la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, así como las condiciones de oferta locales. En términos netos, los precios de los alimentos han tenido un efecto relativamente escaso en el patrón de la inflación medida por el IAPC en los últimos trimestres, ya que el impacto del movimiento al alza de la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados sobre la inflación general se vio compensado por el efecto del movimiento a la baja de la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados sobre el índice agregado. Los precios de los alimentos no elaborados han sido el componente principal del IAPC que más ha crecido recientemente, ya que han aumentado a una tasa interanual de alrededor del 5%. En julio, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial de la inflación de los precios de los alimentos, la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados volvió a situarse en el 5,1%, la misma tasa que la observada en mayo y el nivel más elevado en más de una década. El ligero incremento del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados en julio, frente al 5% de junio, vino determinado, en gran medida, por un efecto de base al alza. La tasa de variación intermensual en términos desestacionalizados fue solo levemente positiva y se situó en el 0,1%, en claro contraste con las elevadas tasas de variación intermensual observadas en los últimos meses, que se debieron, principalmente, a las fuertes subidas de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas. La tasa de variación interanual de los precios de las frutas fue mayor en julio de 2013 que en junio, mientras que la de los precios de las legumbres y hortalizas experimentó un ligero descenso. En el recuadro 8, titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados», se examina la naturaleza de las presiones recientes al alza y se evalúan sus implicaciones para las perspectivas. A diferencia del subcomponente de alimentos no elaborados, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados disminuyó gradualmente, pasando del 2,4% en diciembre de 2012 al 2,1% en abril de 2013. Se mantuvo estable en este nivel en mayo y en junio, corrigiendo así gradualmente los efectos de las perturbaciones de los precios de las materias primas alimenticias que tuvieron lugar durante los meses de verano de 2012. El aumento de la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados hasta situarse en el 2,5% en julio obedeció, principalmente, a un fuerte incremento de la tasa de variación interanual de los precios del tabaco, que fue del 4,9%, frente al 3,7% observado en junio. La estimación preliminar de Eurostat del componente de alimentos, que corresponde a la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados tomados en su conjunto, disminuyó hasta el 3,3% en agosto, frente al 3,5% de julio de 2013.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan en torno al 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 1,2%, en promedio, en los primeros siete meses de 2013, y, por consiguiente, fue algo más baja que la media del 1,5% observada en 2012 en su conjunto. Despues de aumentar temporalmente hasta el 1,5% en marzo de 2013, la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, osciló en torno al 1,1% a partir de abril. La cesta del IAPC, excluidas estas dos partidas, consta de dos componentes principales: los bienes industriales no energéticos y los servicios, cuya evolución ha sido distinta en los últimos meses. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, que había disminuido a un nivel ligeramente superior al 1% en el último trimestre de 2012, siguió descendiendo en enero de 2013. Durante la primera mitad de 2013, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en niveles inferiores a los observados en 2012 y en 2011, y disminuyó nuevamente hasta el 0,8% en abril y mayo, y otra vez hasta situarse en el 0,7% en junio y el 0,4% en julio. La caída de la tasa de crecimiento interanual de este componente en 0,3 puntos porcentuales en julio fue debida a un impacto más fuerte de las rebajas de verano en algunos países y también está relacionada con un efecto de base a la baja de los precios de los productos farmacéuticos en España. En general, la tendencia a la baja durante los dos últimos meses ha sido, en gran medida, reflejo de la observada en las tasas de avance interanual de los precios de las prendas de vestir y el calzado, que se asocia al impacto de los períodos

de rebajas. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos siguió descendiendo, hasta el 0,3 % en agosto de 2013, según la estimación preliminar de Eurostat.

La tasa de variación de los precios de los servicios, el mayor componente del IAPC, permaneció relativamente estable durante la última parte de 2011 y en 2012 hasta marzo de 2013, a pesar de los repuntes debidos a las subidas de los impuestos indirectos en algunos países, en un contexto de contracción general de la demanda y, en menor medida, de los costes laborales. En abril de 2012, esta tasa cayó hasta el 1,7 %, su nivel más bajo desde marzo de 2011, y osciló en torno a este nivel durante el resto de 2012. Parte de la volatilidad de las tasas de inflación en la primavera de 2013 obedeció al impacto de los precios de los servicios relacionados con los viajes. Como consecuencia de las fechas tempranas de la Semana Santa en 2013, la tasa de variación interanual de los servicios recreativos y personales (en particular, las vacaciones organizadas) fue más elevada en marzo, pero más baja en abril. La tasa de variación de los precios de los servicios disminuyó hasta el 1,4 % en junio y en julio de 2013, y se situó en el 1,5 % en agosto, según la estimación preliminar de Eurostat.

Recuadro 8

EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS NO ELABORADOS

De los principales componentes del IAPC, los que han registrado últimamente las tasas de crecimiento más elevadas han sido los precios de los alimentos no elaborados. No obstante, junto con los precios de la energía, los precios de los alimentos no elaborados son el componente más volátil del IAPC y las presiones alcistas que se acumulan durante una serie de meses suelen tender a desaparecer con rapidez en los meses siguientes. En este recuadro se examina la naturaleza de las recientes presiones al alza y se evalúan sus implicaciones para las perspectivas de inflación.

Gráfico A Precios de los alimentos no elaborados y contribuciones de sus subcomponentes

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

- Precios de los alimentos no elaborados
- Precio de las verduras
- Precio de la fruta
- Precio del pescado
- Precio de la carne



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Evolución reciente en perspectiva

Los precios de los alimentos no elaborados aumentaron a una tasa interanual cercana al 5 % en los meses de mayo a julio de 2013 y, por tanto, a pesar de su peso relativamente reducido (7,3 %) en la cesta del IAPC, su contribución a la inflación medida por el IAPC general fue significativa. Si se considera el período transcurrido desde 1999, la tasa de variación interanual de este componente solo ha sido más alta en una ocasión, esto es, en 2001 y principios de 2002, cuando la preocupación sanitaria relacionada con una enfermedad animal generó una presión al alza sobre los precios de la carne de vacuno y —por sustitución— de otras carnes¹. Por el contrario, las altas tasas de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados que se han observado últimamente se han debido sobre todo a la contribución cada vez mayor de los precios de las verduras y las frutas (véase gráfico A).

Los precios de las verduras y las frutas explican la mayor parte de la volatilidad de la tasa de avance de los precios de los alimentos no elaborados, reflejando principalmente cambios en el patrón anual de las variaciones intermensuales. Dichos cambios se suelen deber a distorsiones de oferta relacionadas con los efectos del tiempo sobre la producción agrícola. Como resultado de cambios en la metodología para el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC², la volatilidad de las variaciones intermensuales ha aumentado en la zona del euro y las comparaciones con las pautas intraanuales históricas están rodeadas de una mayor incertidumbre. Haciendo abstracción de esta incertidumbre, la variación acumulada de los precios de las verduras y las frutas desde agosto de 2012 ha sido mayor

1 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios de los alimentos no elaborados: impacto de la encefalopatía espongiforme bovina y de la fiebre aftosa», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2001.

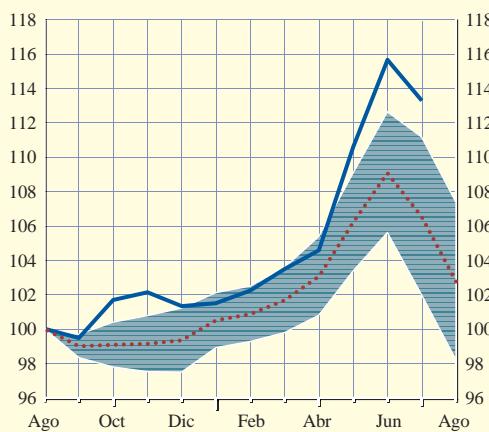
2 Véase el recuadro titulado «Cambios metodológicos en la elaboración del IAPC y su impacto sobre los datos más recientes», *Boletín Mensual*, BCE, abril del 2011.

Gráfico B Patrón intraanual de los precios de las frutas y las verduras en la zona del euro

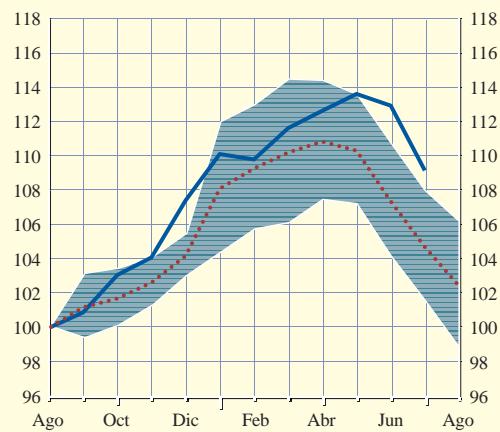
(índice: agosto del año anterior = 100)

- Evolución desde agosto de 2012
- Evolución media desde agosto del año anterior (1999-2012)
- /+ una desviación típica

a) Precio de la fruta



b) Precio de las verduras



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE

Nota: La zonas sombreadas indican +/- una desviación típica en los niveles del índice para cada mes en relación con sus niveles en agosto del año anterior durante el período comprendido entre 1999 y 2012.

que la observada en los correspondientes períodos anteriores. Más concretamente, ha sido mayor que la media de variaciones acumuladas observadas desde agosto del año anterior (para el período comprendido entre 1999 y 2012) y se ha movido por encima del intervalo de la desviación típica a ambos lados de su media histórica (véase gráfico B). Esta mayor variación se ha debido principalmente a la evolución observada en mayo y junio de 2013. Por el contrario, los datos correspondientes a julio de 2013 muestran cierta moderación tanto en el precio de las verduras como en el de las frutas, lo que está básicamente en línea con los patrones estacionales habituales. En el caso del precio de las verduras, el reciente aumento de las tasas de crecimiento interanual también es atribuible a los efectos de base, ya que la reducción estacional del verano comenzó un poco más tarde de lo habitual en 2013, mientras que en 2012 se había iniciado algo antes.

Evaluación de la naturaleza de las recientes presiones alcistas

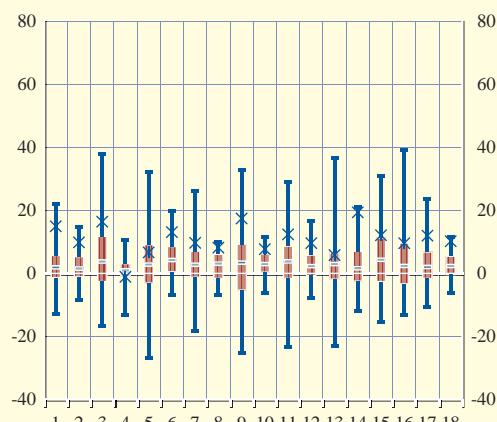
El fuerte movimiento al alza de los precios de las frutas y las verduras en la primavera de 2013 se debió posiblemente a la escasez de oferta causada por las malas condiciones meteorológicas. Como consecuencia del largo invierno y de la lluvia excesiva, las cosechas de los países tanto del norte como del sur de Europa fueron escasas o se retrasaron en el caso de algunas frutas y verduras de temporada. Dado que la producción y el consumo de verduras y frutas tienen una dimensión regional relativamente elevada, es probable que lo anterior dé lugar a un aumento de los precios en los

Gráfico C Gráficos que resumen la distribución de las tasas de variación interanual de los precios de las frutas y las verduras desde 1999 y la tasa media de variación interanual desde mayo a julio de 2013 en la zona del euro y en países concretos

(tasas de variación interanual)

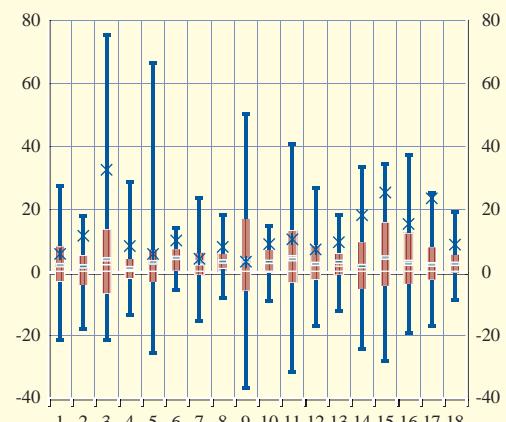
- ✖ Tasa media de variación interanual desde mayo a julio de 2013
- Rango intercuartil de la distribución
- ▬▬▬ Mediana de la distribución

a) Precio de la fruta



1 BE	7 FR	13 AT
2 DE	8 IT	14 PT
3 EE	9 CY	15 SI
4 IE	10 LU	16 SK
5 GR	11 MT	17 FI
6 ES	12 NL	18 Zona del euro

b) Precio de las verduras



1 BE	7 FR	13 AT
2 DE	8 IT	14 PT
3 EE	9 CY	15 SI
4 IE	10 LU	16 SK
5 GR	11 MT	17 FI
6 ES	12 NL	18 Zona del euro

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas verticales indican los valores mínimos y máximos desde 1999. Los datos están ajustados de distorsiones en las tasas de variación interanual como consecuencia del Reglamento sobre el tratamiento de los productos de temporada en el IAPC (véase nota a pie de página n.º 2).

países afectados. Las presiones alcistas derivadas de los precios de las verduras y las frutas se han observado, aunque en distinta medida, en casi todos los países de la zona del euro. Las tasas de variación interanual de estos dos subcomponentes durante el período de mayo a julio de 2013 se han situado por encima del tercer cuartil de la distribución histórica de dichas tasas desde 1999 en 13 de los 17 países de la zona del euro en el caso del precio de la fruta y en 11 países en el caso del precio de las verduras (véase gráfico C). Las diferencias en la magnitud del aumento entre países y entre los precios de las verduras y las frutas sustentan la interpretación de que las condiciones meteorológicas de las regiones son la causa principal de la reciente subida de estos precios. Otros factores que también han podido influir son las distintas cuotas de verduras y frutas importadas o las diferencias en la transmisión de las perturbaciones de oferta relacionadas con el tiempo a los precios finales de consumo.

En resumen, es probable que las elevadas tasas de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados que se han observado últimamente sean de carácter transitorio y reflejen la volatilidad inherente en la evolución de los precios de las frutas y verduras más que las tendencias de medio plazo. Si no se registraran nuevas perturbaciones de oferta, los precios de las verduras y la fruta deberían seguir su patrón estacional. De hecho, los datos preliminares sobre cifras de consumo correspondientes al mes de agosto indican un descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados. Por lo tanto, la evolución reciente no recoge las perspectivas actuales relativas a las presiones inflacionistas subyacentes en la zona del euro.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

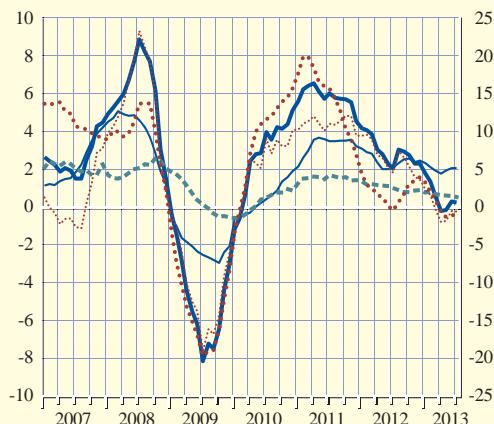
Durante 2012 y la primera mitad de 2013, las presiones latentes sobre la cadena de producción volvieron a relajarse (véanse cuadro 9 y gráfico 42). La tasa de variación de los precios industriales retrocedió hasta el 0,6 %, en promedio, en los seis primeros meses de 2013, frente al 2,9 %, en promedio, de 2012. El patrón ligeramente volátil observado a partir del segundo semestre de 2012 vino determinado por el componente energético, que está estrechamente relacionado con la evolución de los precios del petróleo. El ritmo de avance del índice de precios industriales (excluida la construcción) disminuyó un 0,2 %, en términos interanuales, en abril de 2013, y registró valores negativos por primera vez desde febrero de 2010. En mayo siguió siendo negativa (-0,2 %) antes de aumentar ligeramente hasta el 0,3 % en junio y el 0,2 % en julio. La tasa de crecimiento interanual del IPRI, excluidas la construcción y la energía, se mantuvo inalterada en el 0,6 % en julio de 2013.

Las presiones latentes sobre la tasa de variación del IAPC de bienes industriales no energéticos han seguido siendo moderadas en las últimas fases de la cadena de precios. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de bienes de consumo no alimenticio se mantuvo en el 0,3 % en julio —sin variación por sexto mes consecutivo— mientras que el índice PMI de precios de bienes intermedios de los establecimientos minoristas de productos no alimenticios aumentó hasta situarse en 57,5 en agosto (frente a 54,1 de julio), lo que apunta a que los costes de los bienes intermedios subieron a un ritmo muy próximo al de la media a largo plazo. El índice PMI de márgenes de beneficios de los establecimientos de venta de productos no alimenticios se incrementó el mes pasado hasta situarse en un nivel ligeramente por encima de la media a largo plazo. Por el contrario, en las primeras fases de la cadena de precios, las presiones están cediendo, dado que los ritmos de variación interanual de los precios de producción de bienes intermedios, los precios de importación de los bienes intermedios, los precios de las materias primas y los precios del crudo continuaron siendo negativos.

Gráfico 42 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)

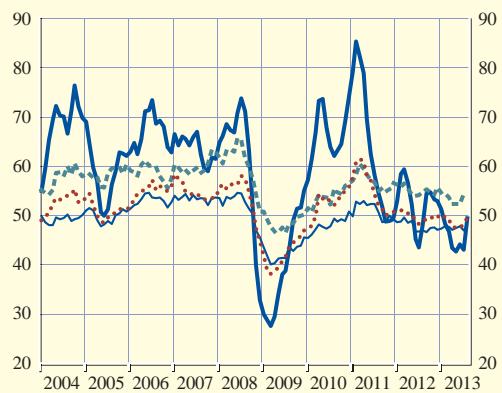


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 43 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 de los mismos.

Las presiones latentes sobre el ritmo de avance del IAPC de alimentos en las últimas fases de la cadena de precios se han mantenido estables y son menores que las observadas durante los primeros meses del año, que eran elevadas. Las presiones han comenzado a disminuir en las primeras fases. La tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes alimenticios descendió marginalmente hasta situarse en el 3,2% en julio, frente al 3,3% de junio, mientras que las encuestas PMI muestran que los precios de los bienes intermedios de los comercios de productos alimenticios crecieron a un ritmo mayor en agosto que en julio, pero con más moderación que en junio. Además, los márgenes de beneficios siguieron bajando en agosto a una tasa más alta que en julio. En las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios agrícolas en origen de la UE cayó hasta el 4,7% en julio, frente a tasas cercanas al 10% en los tres meses anteriores; es más, los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros siguieron bajando drásticamente en agosto, y cayeron un 27,2%. Este fuerte descenso en términos interanuales refleja, en parte, el que la subida de los precios de las materias primas registrada en el verano de 2012 ya no aparezca en la comparación anual.

Los últimos datos procedentes de las encuestas PMI y de la Comisión Europea disponibles hasta agosto confirman que las presiones latentes sobre el IAPC de bienes industriales no energéticos están contenidas y que las presiones sobre los precios del componente de alimentos elaborados del IAPC son moderadas. Por lo que se refiere al PMI (véase gráfico 43), el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero pasó de 43,1 en julio a 49,9 en agosto, y el índice de precios de producción aumentó de 48,4 a 49,6. Los dos índices aumentaron hasta situarse justo por debajo del umbral de 50 y se mantuvieron por debajo de su media a largo plazo. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión

Europea relativos a las expectativas de precios de venta para el conjunto de la industria permanecieron sin variación en agosto, reflejando el aumento de las expectativas de precios de venta de los bienes de consumo y los bienes intermedios, que fue totalmente contrarrestado por un descenso de las expectativas de precios de venta de los bienes de equipo.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

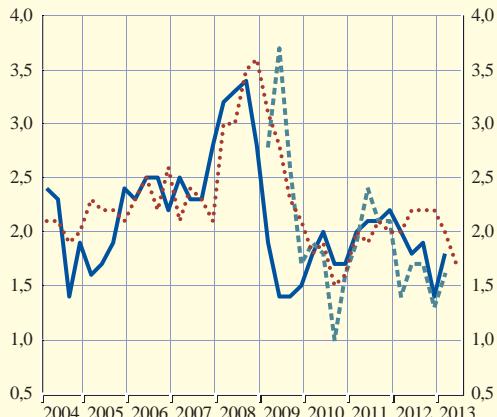
Como ponen de manifiesto los indicadores de costes laborales más recientes, las presiones internas de costes derivadas de los costes laborales se mantuvieron contenidas en el primer trimestre de 2013 (véanse cuadro 10 y gráfico 44). Después de que los datos sobre salarios mostraran algunas señales de moderación durante 2012, en comparación con 2011, los salarios nominales y reales volvieron a aumentar ligeramente en 2013 en la zona del euro. La capacidad de resistencia del crecimiento de los salarios en 2013 está relacionada principalmente con la reversión de las medidas temporales de reducción de salarios en el sector público adoptadas en 2012, que, marginalmente, compensaron con creces una caída en el sector privado. Al mismo tiempo, los indicadores de costes laborales mostraron divergencias significativas entre países. Mientras que en algunos países de la zona del euro los salarios nominales y los costes laborales unitarios están creciendo muy poco o incluso se están reduciendo, en otros, el crecimiento de los salarios sigue siendo sólido.

A nivel agregado de la zona del euro, la remuneración por asalariado creció un 1,8 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2013, después de haber aumentado un 1,4 % en el trimestre anterior. Parte de esta subida reciente refleja la evolución de los salarios en el sector público. Dado que la remuneración por asalariado creció a un ritmo más rápido que la productividad, los costes laborales unitarios se incrementaron nuevamente, desde el 1,7 % registrado en el cuarto trimestre de 2012 hasta el 1,9 % del primer trimestre de 2013.

Gráfico 44 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Remuneración por asalariado
··· Salarios negociados
- - - Costes laborales por hora



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 10 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2011	2012	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II
Salarios negociados	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	1,7
Costes laborales por hora	2,1	1,5	1,7	1,7	1,3	1,6	.
Remuneración por asalariado	2,1	1,7	1,8	1,9	1,4	1,8	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,2	0,0	0,3	-0,1	-0,2	-0,1	.
Costes laborales unitarios	0,9	1,7	1,5	1,9	1,7	1,9	.

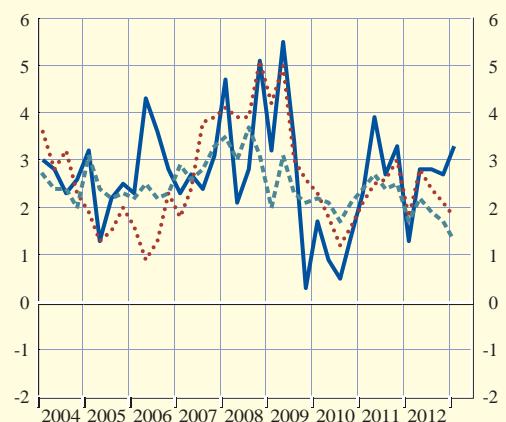
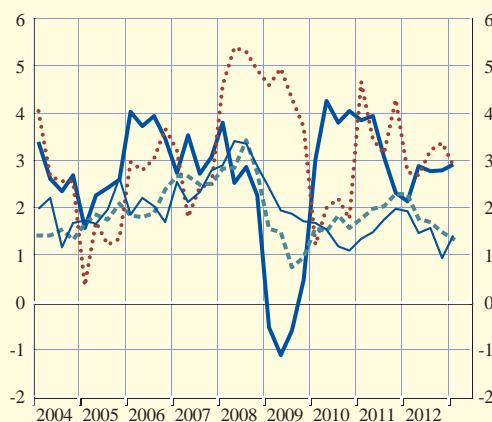
Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 45 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

— Industria, excluida construcción: RPA
 Construcción: RPA
 - - - Servicios de mercado: RPA
 — Servicios: RPA

— Industria, excluida construcción: ICL por hora
 Construcción: ICL por hora
 - - - Servicios de mercado: ICL por hora



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los salarios negociados en la zona del euro, el único indicador de costes laborales disponible para el segundo trimestre de 2013, crecieron un 1,7 %, en tasa interanual, en el período analizado, frente al 2 % del trimestre anterior. Sin embargo, se espera que esta contracción sea temporal si se tiene en cuenta la evolución de los salarios negociados en el sector manufacturero alemán, donde los convenios pertinentes de 2013 prevén incrementos salariales solo a partir de la segunda mitad de 2013. La tasa de variación interanual de los costes laborales por hora pasó del 1,3 % en el cuarto trimestre de 2012 al 1,6 % en el primer trimestre de 2013, como consecuencia de una reducción de las horas trabajadas. Esta aceleración reflejó, principalmente, la evolución de la economía de no mercado, que está dominada por los cambios del sector de Administraciones Públicas, mientras que el crecimiento de los salarios en la economía de mercado se mantuvo estable.

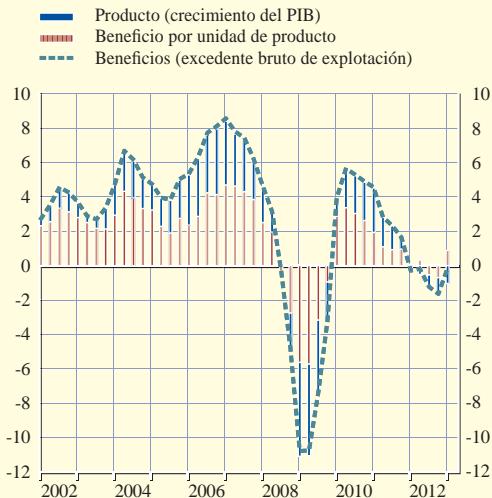
3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

Como reflejo de la subida de los costes laborales unitarios y de las condiciones económicas adversas, los beneficios empresariales (medidos en términos del excedente bruto de explotación) disminuyeron notablemente en 2012. En el primer trimestre de 2013, el indicador siguió registrando valores negativos, aunque solo cayó en un 0,1 % en tasa interanual. Esta contracción se atribuyó al descenso de la tasa de variación interanual del PIB, que fue compensado, en parte, por un incremento de los beneficios por unidad (margen por unidad de producto). En general, después del repunte observado a mediados de 2009, el nivel de beneficios se mantuvo prácticamente sin cambios en 2011 y en 2012 (véase gráfico 46).

Por lo que respecta a los principales sectores económicos, el crecimiento interanual de los beneficios empresariales en el sector de servicios de mercado aumentó un 0,5 % en el primer trimestre de 2013,

Gráfico 46 Desagregación del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro

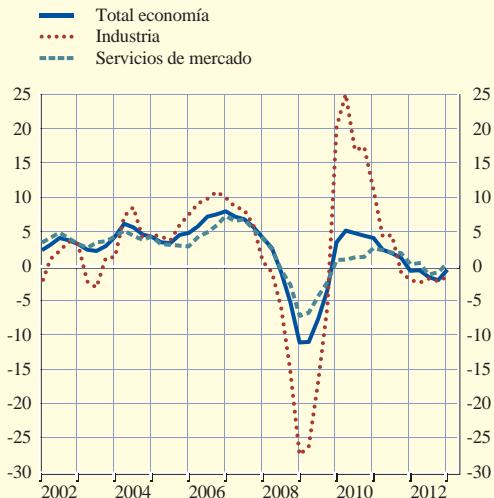
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 47 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

después de haber descendido un 0,7% en el tercer y cuarto trimestre de 2012. En el sector industrial (excluida la construcción), los beneficios cayeron nuevamente un 1,6% en el primer trimestre de 2013, registrando, por tanto, valores negativos por quinto trimestre consecutivo (véase gráfico 47). En los servicios de mercado, la tasa de crecimiento intertrimestral de los beneficios empresariales fue positiva por segundo trimestre consecutivo, mientras que, en el sector industrial, se mantuvo negativa por segundo trimestre consecutivo.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Partiendo de los supuestos actuales sobre la evolución de la energía y de los tipos de cambio, se prevé que las tasas de inflación interanual sigan siendo bajas en los próximos meses, debido, especialmente, a la evolución de los precios de la energía. Desde una perspectiva de medio plazo adecuada, se espera que las presiones inflacionistas subyacentes se mantengan contenidas, como consecuencia de la debilidad generalizada de la demanda agregada y del moderado ritmo de la recuperación. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en consonancia con la estabilidad de precios.

De forma más detallada, las perspectivas de inflación a corto plazo siguen dependiendo de la contribución del componente energético. Se espera que la inflación de los precios de la energía siga siendo moderada en 2013 y en 2014, al suponerse que los precios del petróleo implícitos actualmente en los precios de los futuros continuarán descendiendo. El perfil del componente energético mostrará cierta volatilidad, debido principalmente a efectos de base positivos y negativos. Se espera que la contribución del componente energético a la inflación general medida por el IAPC se sitúe en niveles significativamente inferiores a las medias históricas, haciendo, si esto ocurriera, que el perfil de la inflación general sea moderado.

Se prevé que la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados se modere gradualmente en el segundo semestre de 2013 y se estabilice en niveles más bajos a mediados de 2014. Las recientes perturbaciones al alza de estos precios se han debido, principalmente, a interrupciones del suministro de frutas y de legumbres y hortalizas ocasionadas por las malas condiciones meteorológicas, y se espera que sean de carácter temporal y reflejen la volatilidad inherente en la evolución de los precios de la fruta y de las legumbres y hortalizas más que una tendencia a medio plazo (véase también el recuadro 8). Es posible que la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados aumente en cierta medida en los próximos meses, antes de moderarse más avanzado el año. El aumento inicial refleja subidas de los precios del tabaco en varios países, además de una cierta transmisión, con retraso, del repunte de los precios agrícolas en origen de la UE observado durante el otoño de 2012. La tendencia a la baja esperada en la última parte del año viene determinada por efectos de base y está relacionada con la reducción de las presiones sobre los costes y la debilidad de la demanda en algunos países de la zona del euro.

Se espera que la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantenga contenida durante el resto de 2013, como consecuencia de las presiones a la baja sobre los precios de bienes industriales no energéticos importados y de una evolución salarial moderada en general. En 2014, es posible que la mejora de la actividad económica y las subidas del IVA en algunos países de la zona del euro se traduzcan en un nuevo aumento de la tasa de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos.

Se proyecta que la tasa de variación de los precios de los servicios se mantenga prácticamente estable en su nivel actual durante los próximos meses, antes de repuntar durante 2014. Además de las perspectivas de mejora de la actividad y de las subidas del IVA, el aumento previsto de esta tasa en 2014 también se atribuye a subidas salariales más elevadas y al incremento de los alquileres de las viviendas en algunos países.

Los últimos datos sobre los indicadores de costes laborales sugieren que es posible que las presiones sobre los costes internos aumenten solo gradualmente, reflejando el repunte progresivo de la actividad. El patrón bastante homogéneo del crecimiento de los salarios en la zona del euro oculta divergencias sustanciales entre países. En los países de la zona del euro cuyos mercados de trabajo muestran una relativa capacidad de resistencia, se espera que el crecimiento salarial se acelere, mientras que debería seguir siendo limitado en los países que se enfrentan a nuevos esfuerzos de consolidación fiscal y a tasas de desempleo persistentemente elevadas. Como consecuencia del repunte cíclico previsto en el crecimiento de la productividad, es muy probable que el incremento de los costes laborales unitarios se desacelere en 2013 y en 2014. Se espera que el crecimiento de los beneficios empresariales se estanque en 2013, como reflejo de la debilidad de la actividad económica. A medio plazo, se prevé que el menor crecimiento de los costes laborales unitarios y la mejora gradual de las condiciones económicas favorezcan una recuperación de los márgenes de beneficios.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2013 prevén que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 1,5% en 2013 y en el 1,3% en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2013, la proyección de la inflación correspondiente a 2013 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales, mientras que la proyección correspondiente a 2014 se mantiene inalterada.

Se prevé que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios sigan estando, en general, equilibrados en el medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con aumentos mayores de lo previsto de los precios administrados y de los impuestos indirectos, así como con la subida de los precios de las materias primas, mientras que los riesgos a la baja tienen su origen en un debilitamiento de la actividad económica.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Después de seis trimestres de crecimiento negativo del producto, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013. Este aumento es atribuible, en parte, a efectos transitorios relacionados con las condiciones meteorológicas durante el primer semestre del año. Desde entonces, los indicadores de confianza procedentes de las encuestas, disponibles hasta agosto, han seguido mejorando a partir de niveles reducidos, confirmando, en general, las expectativas anteriores de recuperación paulatina de la actividad económica. Si se considera lo que queda de año y 2014, se prevé, en línea con el escenario base, que el producto se recupere a un ritmo lento, debido, en particular, a una mejora gradual de la demanda interna sostenida por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse, además, del fortalecimiento continuo de la demanda exterior de exportaciones. Asimismo, las mejoras generales observadas desde el verano en los mercados financieros parecen estar trasmitiéndose gradualmente a la economía real, al igual que deberían hacerlo los avances realizados en la consolidación fiscal. Por otra parte, las rentas reales se han visto favorecidas recientemente por una inflación generalmente más baja. Dicho esto, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado, y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando a la actividad económica.

Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2013, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se reduzca un 0,4 % en 2013 y aumente un 1 % en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2013, las previsiones para 2013 se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, como consecuencia de los nuevos datos. Para 2014, se ha llevado a cabo una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

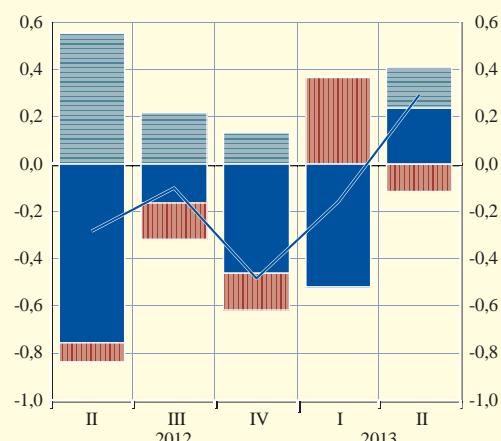
El PIB real aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres consecutivos de caídas (véase gráfico 48). Este resultado es reflejo de las contribuciones positivas de la demanda interna y de la demanda exterior neta. El crecimiento del PIB en el segundo trimestre es atribuible, en parte, a factores transitorios que han afectado al producto en varios países; sobre todo el repunte de la actividad constructora con respecto al débil primer trimestre como consecuencia de las condiciones meteorológicas, así como el elevado consumo de energía debido a una primavera inusualmente fría.

El último aumento del PIB pone fin a un largo período de crecimiento negativo del producto en la zona del euro, que puede explicarse principalmente por la evolución de la demanda interna. La inversión se ha visto seriamente afectada por el ajuste fiscal, el actual proceso de desapalancamiento en curso en algunos países y una mayor incertidumbre.

Gráfico 48 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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

■ Demanda interna (excl. existencias)
■ Variación de existencias
■ Demanda exterior neta
— Crecimiento total del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Además, el gasto en consumo también se ha visto influido por el impacto de la caída del empleo sobre la renta agregada, en un entorno de debilidad de los mercados de trabajos, mientras que el consumo público se mantuvo contenido como consecuencia de los esfuerzos de consolidación fiscal llevados a cabo en varios países de la zona del euro.

El crecimiento del producto en el segundo trimestre de 2013 no solo es atribuible a factores transitorios. Los últimos indicadores de confianza basados en encuestas han seguido mejorando, aunque se mantienen en niveles reducidos. De cara al futuro, la actividad económica de la zona del euro debería continuar recuperándose lentamente. En el corto plazo, la demanda interna debería beneficiarse de la caída de la tasa de crecimiento de los precios de las materias primas, y se espera que esta sostenga a su vez la renta real. Se prevé, asimismo, que la demanda interna se vea favorecida por una menor carga fiscal. Además, el crecimiento de las exportaciones debería beneficiarse de un fortalecimiento gradual de la demanda externa.

CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,2 % en el segundo trimestre de 2013, mostrando un crecimiento positivo por primera vez desde el tercer trimestre de 2011. El resultado para el segundo trimestre refleja un aumento del consumo de bienes al por menor y de automóviles. Por el contrario, parece que, en términos intertrimestrales, el consumo de servicios se redujo. En general, la evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas de opinión apunta a un crecimiento del gasto de los hogares nulo, o posiblemente muy débil, en los próximos meses.

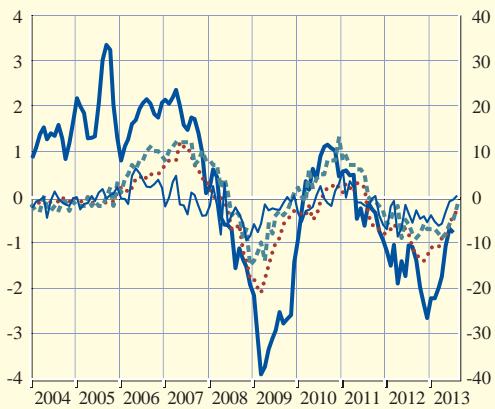
La persistente falta de dinamismo del gasto en consumo en los últimos años tiene su origen, en gran medida, en la evolución de la renta real disponible, que se ha visto afectada negativamente por la elevada inflación, atribuible al aumento de los precios de las materias primas y de la energía. La caída del empleo ha ejercido presiones adicionales sobre la renta real agregada de los hogares. Sin embargo, más recientemente, el consumo privado se ha beneficiado de una menor tasa de avance de los precios de las materias primas y de una cierta moderación de la carga fiscal. Como resultado, el ritmo de descenso de la renta real de los hogares se ha reducido significativamente hasta el -1 %, en tasa interanual, en el primer trimestre de 2013, desde el -2,5 % del trimestre anterior. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro de los hogares creció entre el último trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2013. La última recuperación del ahorro, que reflejó un aumento de la renta nominal junto con una caída del consumo nominal, partió de mínimos históricos.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo en el tercer trimestre de 2013, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, una evolución estable del gasto en consumo. En julio, las

Gráfico 49 Ventas del comercio al por menor, confianza y PMI del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)

- Total ventas del comercio al por menor¹⁾
(escala izquierda)
- Conf. consumidores²⁾ (escala derecha)
- Conf. comercio al por menor²⁾ (escala derecha)
- Ventas según el PMI³⁾ frente a las del mes anterior
(escala derecha)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables; incluido el combustible.

2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.

3) Índice de directores de compras; desviaciones del valor 50.

ventas del comercio al por menor se elevaron un 0,1%, en tasa intermensual, hasta situarse en el mismo nivel que la media del segundo trimestre de 2013. Además, el índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se situó en 49,9, en promedio, en julio y agosto, una mejora con respecto al segundo trimestre. En los dos primeros meses del tercer trimestre, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea se mantuvo, en promedio, por encima del nivel registrado en el segundo trimestre, aunque ligeramente por debajo de su media de largo (véase gráfico 49). Además, en junio las matriculaciones de automóviles se elevaron un 1%, en términos intermensuales, proporcionando así un punto de partida positivo para el tercer trimestre. Sin embargo, es probable que las adquisiciones de automóviles y de otros bienes de precio elevado mantengan su debilidad en los próximos meses. En julio y agosto, el indicador de la Comisión Europea de grandes compras esperadas se situó ligeramente por debajo de los niveles observados en el primer y segundo trimestre de 2013, manteniéndose, por tanto, en un nivel reducido compatible con la actual falta de dinamismo del consumo de bienes duraderos. Por último, la confianza de los consumidores de la zona del euro volvió a subir en agosto, registrando, por tanto, nueve meses consecutivos de mejora. Este período encuentra su explicación, principalmente, en la valoración que hacen los hogares tanto de la futura situación del desempleo como de la situación económica general. No obstante, aunque las últimas mejoras compensan con creces el descenso registrado durante el segundo semestre de 2012, el índice sigue situándose ligeramente por debajo de su media histórica.

INVERSIÓN

La caída de la formación bruta de capital fijo observada durante los dos últimos años se detuvo a finales del segundo trimestre de 2013. La inversión aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, tras una contracción del 2,2% en el primer trimestre. El detalle completo de la formación de capital para el segundo trimestre de 2013 no estaba disponible en el momento en que se dio por finalizado el Boletín Mensual. Sin embargo, los datos de los países más grandes de la zona del euro relativos a la inversión, excluida la construcción (que representa la mitad de la inversión total), apuntan a una recuperación en el segundo trimestre. Los indicadores de corto plazo de la zona del euro también sugieren que los anteriores descensos observados en la inversión, excluida la construcción, pueden haberse invertido, dado que el clima empresarial mejoró en los últimos meses, la producción de bienes de equipo se incrementó y la tasa de utilización de la capacidad productiva se stabilizó en el segundo trimestre. Los indicadores de opinión, como el índice PMI de las manufacturas y los indicadores de confianza de la Comisión Europea para los sectores manufacturero y de bienes de equipo, mejoraron en el segundo trimestre. También es probable que la inversión en construcción tanto residencial como no residencial se haya estabilizado en el segundo trimestre de 2013, dados los aumentos experimentados por el índice de producción de la construcción en mayo y junio.

Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2013, los pocos indicadores adelantados de que se dispone apuntan, en general, a un crecimiento moderado y continuo de la formación de capital, excluida la construcción, en la zona del euro. La utilización de la capacidad productiva aumentó en el tercer trimestre. Los valores de julio y agosto correspondientes al PMI de las manufacturas y a su componente de nuevos pedidos se situaron por encima de 50, lo que es compatible con la expansión del sector, y los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea sobre la valoración de las carteras de pedidos y las expectativas de producción disponibles hasta agosto continuaron mejorando. Por lo que respecta a la inversión en construcción, las encuestas de opinión sugieren que es probable que se mantenga estabilizada o que registre un ligero incremento en el tercer trimestre.

De cara al futuro, se prevé que la inversión en construcción se recupere, aunque a un ritmo lento. La incertidumbre generalizada y el desapalancamiento en curso en varios países de la zona del euro seguirán

afectando a la inversión, excluida la construcción. Se espera que la inversión en construcción sea débil a lo largo de 2013, debido al ajuste sostenido llevado a cabo en muchos mercados inmobiliarios de la zona del euro y a la baja confianza que predomina en el sector.

CONSUMO PÚBLICO

El consumo público aumentó en términos reales en el segundo trimestre de 2013, comparado con el crecimiento nulo del primer trimestre. Si se consideran las tendencias subyacentes de los componentes individuales, el incremento del consumo público parece deberse principalmente al fuerte crecimiento del gasto en consumo intermedio (que representa algo menos de un cuarto del consumo público total). Además, el crecimiento de las transferencias sociales en especie, que también representan casi un cuarto del consumo público, se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto al trimestre anterior, en línea con las regularidades empíricas. Esto se debe a componentes que tienden a crecer a una tasa relativamente estable a lo largo del tiempo, como el gasto sanitario. Por el contrario, la remuneración de los empleados públicos, que supone casi la mitad del consumo público total, siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más lento. Este continuo descenso es consecuencia del actual ajuste de los salarios en el sector público y de los recortes de empleo público en varios países de la zona del euro. De cara al futuro, se prevé que en los próximos trimestres la contribución del consumo público a la demanda interna continúe siendo limitada, al seguir siendo necesarios significativos esfuerzos de consolidación fiscal en algunos países.

EXISTENCIAS

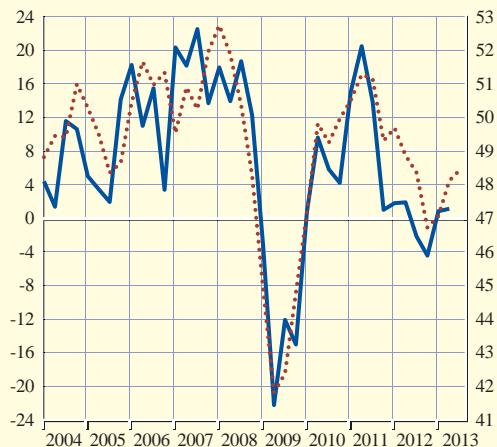
En el segundo trimestre de 2013, al moderarse ligeramente el ritmo de reposición de existencias en términos de volumen, la variación de existencias realizó una pequeña contribución negativa, de 0,1 puntos porcentuales, al crecimiento trimestral del PIB, tras una fuerte aportación positiva (revisada al alza), de 0,4 puntos porcentuales, en el primer trimestre. En general, la evolución registrada en el primer semestre de 2013 pone fin a una secuencia de contribuciones negativas casi ininterrumpidas de las existencias al crecimiento observadas durante seis trimestres a partir de mediados de 2011, que representaron una contribución acumulada de -1 punto porcentual (y, por consiguiente, la mayor parte de la caída acumulada del PIB durante ese período).

El marcado deterioro de las perspectivas de negocio en el verano de 2011, unido al acusado endurecimiento de las condiciones de financiación en algunos países de la zona del euro, provocó una rápida moderación de la intensa reposición de existencias observada durante el primer semestre de 2011, y dio lugar a que en el segundo trimestre de 2011 se observara una sustancial contribución negativa de las existencias al crecimiento del PIB, cifrada

Gráfico 50 Variación de existencias en la zona del euro

(mm de euros; índices de difusión; datos mensuales a fin de trimestre)

— Contabilidad nacional (escala izquierda)
···· PMI (escala derecha)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Contabilidad nacional: variación de existencias en términos nominales. PMI: media de existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas y de existencias en el comercio al por menor.

en -0,6 puntos porcentuales. En los siguientes trimestres, el ritmo de reposición siguió desacelerándose, aunque a un ritmo más moderado, lo que supuso nuevas contribuciones negativas al crecimiento de 0,4 puntos porcentuales durante los cuatro trimestres de 2012. Estas significativas contribuciones negativas, acumuladas durante seis trimestres, transformaron la intensa reposición de existencias observada en el segundo trimestre de 2011 (0,9 % del PIB en términos nominales) en una ligera desacumulación en el último trimestre de 2012 (-0,2 % del PIB), retornando a una reposición limitada en el primer semestre de 2013 (0,0 % del PIB tanto en el primer como en el segundo trimestre).

La evidencia reciente para julio y agosto derivada del PMI confirma la significativa ralentización del ritmo de desacumulación con respecto a finales del año pasado y comienzos del año en curso, como ya se había observado en encuestas anteriores, y apunta a un ritmo de reducción de existencias algo más lento que en el segundo trimestre de 2013, que afecta a todo tipo de existencias: productos intermedios y terminados en las manufacturas, y *stocks* del comercio al por menor (véase gráfico 50). Además, la encuesta de la Comisión Europea indica que las empresas consideran que las existencias en la industria (productos terminados) y en el sector del comercio al por menor son bastante reducidas si se comparan con medias históricas. Ello sugiere que en el futuro próximo el apoyo de las existencias al crecimiento podría ser, por lo tanto, neutral o ligeramente positivo.

COMERCIO EXTERIOR

Tras dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, las exportaciones de la zona del euro se incrementaron un 1,6 % en el segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 51). Este repunte es reflejo de un fortalecimiento de la demanda exterior, que se vio contrarrestado en parte por el impacto de la apreciación del euro en términos efectivos nominales desde mediados de 2012. El aumento de la demanda de las economías avanzadas parece haber estimulado las exportaciones de la zona del euro, mientras que la demanda de las economías emergentes perdió impulso. Este hecho supone un cambio notable en la composición geográfica de la demanda exterior con respecto a los dos años anteriores, en los que la demanda de las economías emergentes fue relativamente intensa, y la de la mayoría de las economías avanzadas, débil. La composición de la demanda mundial en el segundo trimestre de 2013 era más acorde con la importancia relativa de los mercados de destino de las exportaciones de la zona del euro, dos tercios de las cuales se dirigen a las economías avanzadas.

Las importaciones de la zona del euro aumentaron un 1,4 % en el segundo trimestre de 2013, básicamente en línea con la recuperación gradual de la demanda interna. Como las importaciones superaron a las exportaciones, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue positiva (0,2 puntos porcentuales), al igual que en los tres últimos años. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta en el segundo trimestre de 2013 se mantuvo por debajo de la media para ese período de tres años, lo que refleja el estrechamiento de la brecha de crecimiento de la

Gráfico 51 Importaciones y exportaciones reales y contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

demandas entre la zona del euro y sus principales socios comerciales y, en menor medida, la apreciación del euro en términos efectivos nominales desde mediados de 2012.

Los indicadores de opinión disponibles sugieren que las exportaciones de la zona del euro seguirán aumentando en el corto plazo, impulsadas por una recuperación gradual de la demanda exterior. Tras una desaceleración transitoria a comienzos de año, el PMI de nuevos pedidos exteriores se ha recuperado de forma marcada en los últimos meses. El nivel de agosto (53,6) fue el más alto de los dos últimos años. El indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores también ha cobrado impulso en los últimos meses. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el futuro próximo. Es, asimismo, probable que las importaciones de la zona del euro se incrementen en el segundo semestre del año, aunque a un ritmo moderado, prácticamente en línea con la recuperación gradual de la demanda interna.

En los años previos a la crisis financiera mundial se habían acumulado desequilibrios por cuenta corriente en la zona del euro. En el recuadro 9 se examina con más detalle el ajuste exterior en marcha en varios países de la zona del euro, centrándose en el papel de la cuenta de rentas.

Recuadro 9

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA CUENTA DE RENTAS EN ALGUNOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Varios países de la zona del euro que registraron grandes déficits por cuenta corriente antes de la crisis financiera se encuentran inmersos actualmente en un proceso de ajuste externo¹. Sin embargo, la mayoría de esos países también acumularon un gran volumen de pasivos exteriores netos, que normalmente se asocian a pagos a residentes extranjeros; por ejemplo, en forma de intereses o dividendos². Estos flujos se contabilizan en la cuenta de rentas (de la inversión), que, a su vez, forma parte de la balanza por cuenta corriente. En otras palabras, la cuenta de rentas representa un efecto de retroalimentación a través del cual los desequilibrios en saldos acumulados en el pasado dan lugar a pagos de rentas que complican la corrección de los déficits por cuenta corriente. Considerando lo anterior, se analiza a continuación la evolución reciente de la cuenta de rentas de los países de la zona del euro que están reequilibrando sus cuentas externas. También se examinan las implicaciones de esta evolución para la sostenibilidad del ajuste externo en curso en la zona del euro.

El papel de la balanza de rentas en el ajuste externo

Entre 2008 y 2012 todos los países de la zona del euro que antes de la crisis contabilizaban déficits por cuenta corriente superiores al 4% del PIB registraron mejoras significativas en su balanza por cuenta corriente. No obstante, la contribución de la balanza de rentas a este proceso de reequilibrio externo fue, en la mayoría de los casos, escasa o negativa (véase gráfico A). Más concretamente,

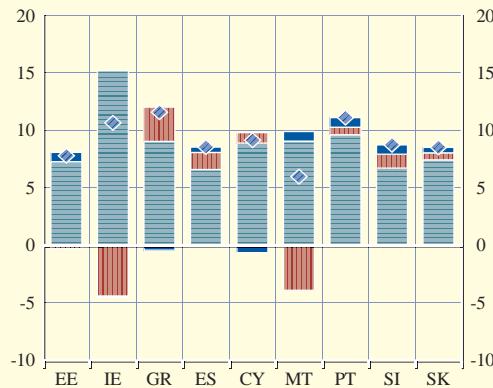
1 Los grandes déficits por cuenta corriente, superiores al 4% del PIB, corresponden al umbral utilizado en el cuadro de indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico. En 2008, registraban grandes déficits por cuenta corriente Chipre, Estonia, Grecia, Irlanda, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

2 La renta de la inversión también puede adoptar otras formas, como remesas de sucursales y beneficios no distribuidos asociados a la inversión directa de las empresas. En cambio, las pérdidas y ganancias de capital (por ejemplo, como consecuencia de las variaciones de precios que afectan al valor de mercado de las inversiones extranjeras) deben registrarse como un efecto de valoración en la Posición de Inversión Internacional. Si bien la balanza de rentas incluye también la remuneración de los asalariados, esta partida desempeña normalmente un papel marginal en la zona del euro. Véase un análisis detallado de la evolución reciente de las posiciones de inversión internacional netas en el recuadro titulado «Net foreign liabilities in selected euro area countries», *Boletín Mensual*, BCE, abril 2013.

Gráfico A Contribuciones a la variación de la balanza por cuenta corriente entre 2008 y 2012

(porcentajes del PIB)

Transferencias corrientes
Rentas
Bienes y servicios
Cuenta corriente

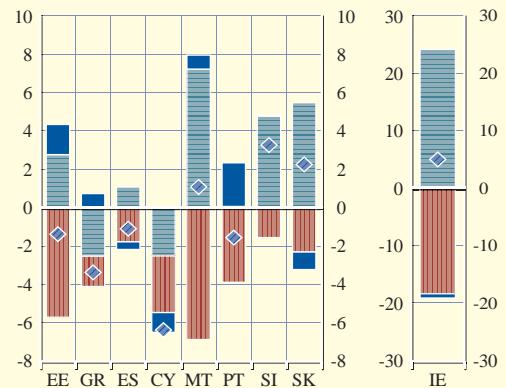


Fuentes: Eurostat e institutos nacionales de estadística.

Gráfico B Desglose de la balanza por cuenta corriente en 2012

(porcentajes del PIB)

Transferencias corrientes
Rentas
Bienes y servicios
Cuenta corriente



Fuentes: Eurostat e institutos nacionales de estadística.

entre los países con grandes déficits por cuenta corriente antes de la crisis, Irlanda y Malta (y, hasta cierto punto, Estonia) experimentaron un deterioro de la balanza por cuenta corriente, mientras que España, Chipre, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia registraron algunas pequeñas mejoras. En Grecia la mejora fue mayor, debido, en parte, a la participación del sector privado. Todos estos países siguieron registrando déficits en la balanza de rentas en 2012 (véase gráfico B).

Un análisis diferenciado de la evolución reciente de la balanza de rentas

Para arrojar algo de luz sobre los factores determinantes de la evolución de la balanza de rentas resulta útil desglosar su variación en relación con el PIB entre 2008 y 2012 en cuatro componentes principales. En primer lugar, las variaciones de la balanza de rentas pueden tener su origen en una disminución o en un aumento del saldo de los activos y pasivos exteriores de los que se deriva la renta («efecto saldo»). En segundo lugar, los inversores pueden distribuir sus fondos entre varias categorías de inversión (por ejemplo, valores de renta variable o de renta fija) con diferente rendimiento medio («efecto composición»). En tercer lugar, los rendimientos medios dentro de una misma categoría de inversión pueden variar con el tiempo («efecto rendimiento»). Por ejemplo, los beneficios distribuidos pueden disminuir como consecuencia de una débil actividad económica, lo que daría lugar a un menor rendimiento de las inversiones directas. En cuarto lugar, las variaciones del PIB nominal

Posición de inversión internacional neta y balanza de rentas de la inversión

(porcentajes del PIB)

	Posición de inversión internacional neta		Balanza de rentas de la inversión	
	2008	2012	2008	2012
Estonia	-76,7	-55,3	-6,3	-6,9
Irlanda	-75,6	-108,2	-13,6	-18,3
Grecia	-76,8	-114,5	-4,5	-1,4
España	-79,3	-91,4	-3,3	-1,8
Chipre	-15,1	-87,7	-2,7	-1,7
Malta	2,6	8,5	-3,0	-5,6
Portugal	-96,2	-116,7	-4,5	-3,8
Eslovenia	-35,9	-44,7	-2,8	-2,6
Eslovaquia	-59,5	-63,8	-4,9	-4,2

Fuentes: Eurostat e institutos nacionales de estadística.

modifican automáticamente la ratio de renta con respecto al PIB («efecto PIB»). En lo que respecta a algunos de estos efectos es útil estudiar por separado los activos y los pasivos.

Se observa que las mejoras de la balanza de rentas registradas entre 2008 y 2012 en Grecia, España, Portugal y Eslovenia (no se dispone de datos sobre Chipre y Eslovaquia) reflejan, principalmente, una disminución de los rendimientos de los pasivos exteriores (véase gráfico C)³. Este efecto compensó con creces las contribuciones negativas del deterioro de la posición de inversión internacional neta, la reducción de los rendimientos de los activos exteriores y el descenso del PIB nominal. Como resultado, la cuenta de rentas y la posición de inversión internacional neta se movieron en direcciones opuestas en estos cuatro países (véase cuadro), lo cual no deja de ser excepcional.

Por el contrario, en Irlanda y Malta la disminución de los rendimientos de los pasivos exteriores —especialmente en el ámbito de la inversión directa— no fue suficientemente grande para compensar los efectos del empeoramiento de la posición de inversión internacional neta y de otros efectos adversos. Como resultado, la balanza de rentas experimentó un significativo deterioro en estos dos países. Al mismo tiempo, Estonia registró un ligero deterioro de su balanza de rentas, debido a efectos composición adversos.

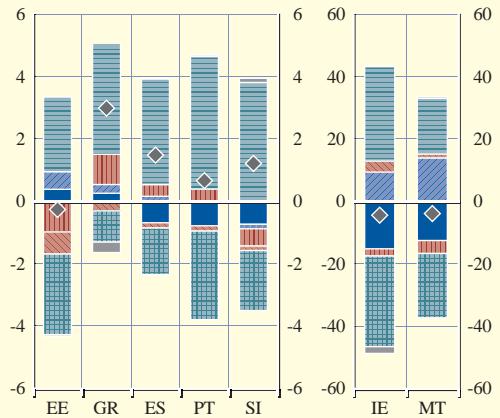
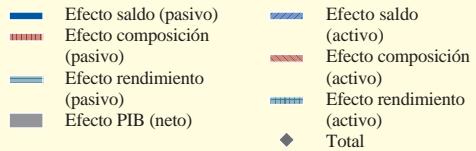
En conjunto, a los países de la zona del euro que registraban grandes déficits por cuenta corriente antes de la crisis les benefició la caída de los rendimientos de sus pasivos exteriores. Este beneficio fue, en general, más pronunciado que la caída de los rendimientos en el activo, reflejo, en parte, de la debilidad de la actividad económica y de las tensas condiciones financieras en los países de la zona del euro con dificultades, que presionaron a la baja sobre los dividendos, los beneficios distribuidos y otros pasivos frente a residentes extranjeros. Además, la caída de los rendimientos de los pasivos exteriores tuvo, en parte, su origen en factores idiosincrásicos como la participación del sector privado en Grecia, que dio lugar a una reducción de los intereses pagados por los bonos soberanos griegos en poder de residentes extranjeros.

Implicaciones para la sostenibilidad del ajuste externo

El análisis anterior muestra que, en la mayoría de los casos, la cuenta de rentas ha supuesto hasta ahora tan solo una pequeña contribución (en el mejor de los casos) al proceso de reequilibrio en curso en los países de la zona del euro que registraban abultados déficits por cuenta corriente antes

Gráfico C Contribuciones a la variación de la balanza de rentas de la inversión entre 2008 y 2012

(porcentajes del PIB)



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

Nota: Se excluyen Chipre y Eslovaquia debido a la falta de datos disponibles para estos dos países.

3 Los rendimientos en el año t se calculan como la ratio de los pagos de rentas en t y el saldo vivo al final de $t-1$. En un entorno de rápido descenso (aumento) de los saldos, se subestima (sobreestima) el rendimiento implícito.

de la crisis. En los países en los que ha mejorado la balanza de rentas, esta contribución reflejó, en gran medida, una caída de los rendimientos de los pasivos exteriores. Para evitar un acusado deterioro de la balanza de rentas y, por consiguiente, de la cuenta corriente, es indispensable que, una vez que los rendimientos de los pasivos exteriores vuelvan a aumentar, los países de la zona del euro que están inmersos en un proceso de ajuste externo reduzcan los pasivos exteriores netos mejorando de forma sostenida la balanza comercial.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE PRODUCCIÓN

Si se analiza el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total se recuperó, creciendo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013, tras una contracción del 0,1 % en el primer trimestre. Este último repunte se produce tras seis trimestres consecutivos de contracciones, y es atribuible a la evolución de la industria (excluida la construcción) y los servicios.

Desde una perspectiva de largo plazo, la evolución ha sido notablemente diferente entre los distintos sectores desde los niveles máximos observados en 2007-2008. En el segundo trimestre de 2013, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) seguía situándose más de un 7 % por debajo de su cota máxima de finales de 2007, mientras que el valor añadido de la construcción estaba alrededor de un 23 % por debajo de nivel máximo. Por el contrario, el valor añadido de los servicios se situaba ligeramente por encima del máximo alcanzado en 2008, antes de la crisis.

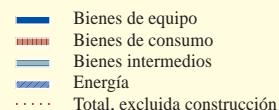
Los indicadores de corto plazo apuntan a una nueva mejora generalizada en el tercer trimestre de 2013, aproximadamente en línea, o ligeramente por debajo, de las moderadas tasas de crecimiento registradas en el segundo trimestre del año.

INDUSTRIA EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

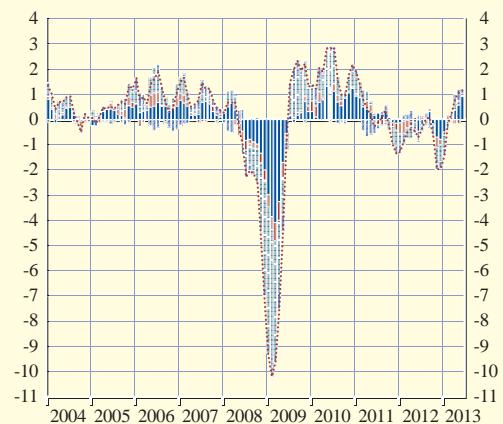
El valor añadido de la industria, excluida la construcción, aumentó un 0,4 % en el segundo trimestre de 2013, tras una reducción del 0,2 % en el trimestre anterior. La producción aumentó en el segundo trimestre, tras una expansión moderada en el trimestre precedente (véase gráfico 52). El último aumento intertrimestral de la producción se debió principalmente a la evolución de los bienes de equipo y, en menor medida, a las contribuciones de la producción de bienes intermedios y energía. Los datos procedentes de la encuesta de la Comisión Europea indican que, en el período de tres meses transcurrido hasta julio, la demanda fue más intensa, aunque partiendo de una base relativamente reducida. Al crecimiento intertrimestral de la producción también contribuyeron factores transitorios, como los efectos de recuperación derivados de un invierno inusualmente frío.

Gráfico 52 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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



- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- Total, excluida construcción



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.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo sugieren una expansión moderada de la actividad en la industria en el tercer trimestre de 2013. El indicador del BCE sobre nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) mejoró un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, tras un descenso de la misma magnitud en el trimestre anterior. El índice PMI de producción de las manufacturas y la valoración que realizan las empresas de los nuevos pedidos también mejoraron significativamente en julio y agosto, y ambos se sitúan ahora ligeramente por encima de 50, el umbral teórico de expansión (véase gráfico 53). Además, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea aumentó en julio y agosto, partiendo del valor medio relativamente reducido registrado en el segundo trimestre.

CONSTRUCCIÓN

En el segundo trimestre de 2013, la construcción experimentó un descenso del 0,3 %, en tasa intertrimestral, por noveno trimestre consecutivo. Es probable que las últimas cifras incluyan una mejora técnica de la actividad constructora después de las bajas temperaturas observadas en partes de la zona del euro en el primer trimestre del año.

Los indicadores de corto plazo confirman la falta de dinamismo del sector de la construcción. Aunque los datos mensuales sobre la producción de la construcción registraron un aumento intermensual del 0,7 % en junio, los indicadores adelantados siguen mostrando señales dispares para el tercer trimestre. A principios del trimestre, los índices PMI de actividad en la construcción y en el sector inmobiliario mejoraron ligeramente con respecto al segundo trimestre, al igual que la encuesta de la Comisión Europea relativa a la construcción. Sin embargo, los indicadores adelantados del indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea y la encuesta PMI de nuevos pedidos han seguido deteriorándose, señalando una posible nueva contracción de la actividad en los próximos trimestres.

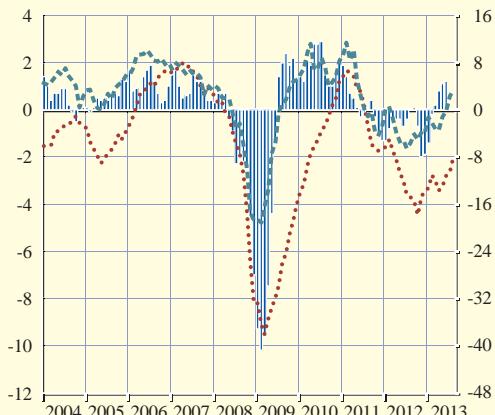
SERVICIOS

El valor añadido del sector servicios creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2013, tras una ligera contracción en el primer trimestre. Los últimos datos sugieren que la mejora reciente de la actividad en el sector servicios se observó de forma generalizada en los servicios de mercado y de no mercado (que incluyen la administración pública, la educación, la sanidad y los servicios sociales). A pesar de los avances realizados hacia la consolidación fiscal en muchas economías de la zona del euro, el valor añadido de los servicios no de mercado se recuperó y creció a una tasa intertrimestral del 0,4 % en el segundo trimestre, tras la contracción registrada en el primer trimestre. Mientras tanto, el valor añadido de los servicios de mercado creció un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, tras haberse estabilizado en los tres primeros meses del año. Esta mejora se debe principalmente a un nuevo y sólido crecimiento del subsector de actividades profesionales y administrativas, así como a un repunte del crecimiento de las actividades inmobiliarias y al importante sector del comercio, transporte y hostelería.

Gráfico 53 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas

(datos mensuales; desestacionalizados)

■ Producción industrial ¹⁾ (escala izquierda)
··· Confianza industrial ²⁾ (escala derecha)
- - - PMI de producción de las manufacturas ³⁾ (escala derecha)



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) PMI; desviaciones con respecto al valor 50.

De cara al futuro, las encuestas apuntan a un crecimiento positivo y continuo, aunque moderado, de la actividad en el sector servicios en el tercer trimestre de 2013. Sobre la base de los datos disponibles para los dos primeros meses del tercer trimestre, el índice PMI de actividad de este sector siguió aumentando por encima de la media del segundo trimestre, situándose por primera vez desde el tercer trimestre de 2011 por encima de 50, el umbral teórico de expansión. Del mismo modo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea también mejoró de forma moderada entre julio y agosto, situándose en un nivel que mostraba una marcada mejora con respecto a la media del segundo trimestre de 2013.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Las cifras relativas a la mayoría de los mercados de trabajo de la zona del euro sugieren que el empleo se ha deteriorado de forma continua en los últimos trimestres a causa de la debilidad de la actividad económica y de los actuales ajustes laborales llevados a cabo en varios países de la zona del euro. La evolución del empleo suele ir a la zaga de la actividad económica, y los indicadores adelantados, como los basados en encuestas, prevén un nuevo descenso del empleo en la zona en el segundo semestre de 2013, a pesar de la mejora de la situación económica. Sin embargo, las últimas cifras mensuales de empleo de la zona del euro sugieren unas perspectivas ligeramente más favorables, ya que la tasa de desempleo se ha mantenido estabilizada desde marzo.

El empleo se contrajo un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2013, tras un descenso algo menor, del 0,3 %, en el trimestre anterior (véase cuadro 11). Las pérdidas de empleo en el sector servicios (en particular, las actividades inmobiliarias) fueron las que más contribuyeron a la reducción del empleo. Desde que se inició la crisis en 2008, se han perdido en la zona del euro más de 4 millones de empleos.

Al mismo tiempo, el total de horas trabajadas se redujo un 0,9 % en el primer trimestre de 2013, tras una disminución del 0,7 % en el cuarto trimestre de 2012. Ello se debe, en parte, al descenso más acusado registrado en el empleo, pero también a una caída más pronunciada de las horas trabajadas por persona ocupada.

Cuadro 11 Crecimiento del empleo

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

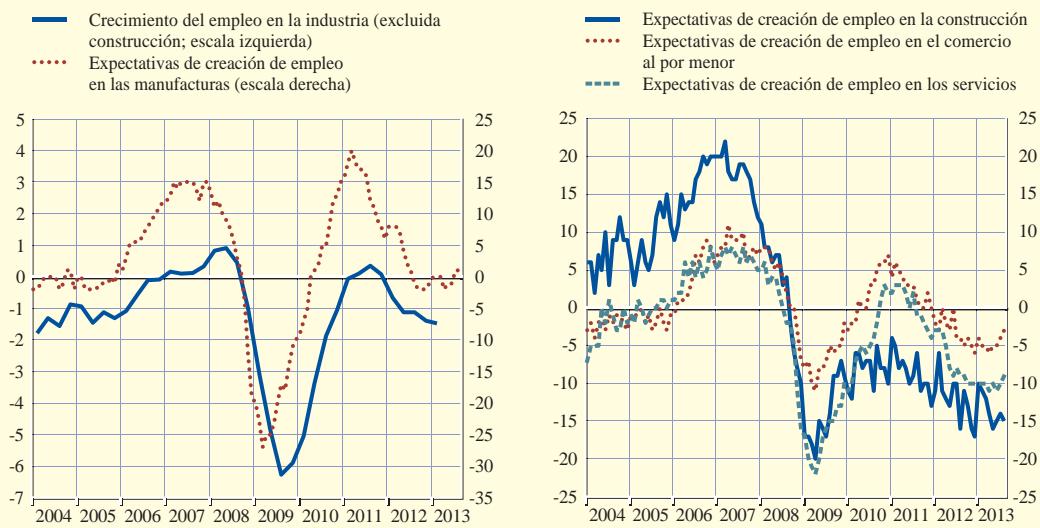
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2011	2012	2012 III	2012 IV	2013 I	2011	2012	2012 III	2012 IV	2013 I
Total de la economía	0,3	-0,7	-0,1	-0,3	-0,5	0,3	-1,3	-0,1	0,7	-0,9
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-2,1	-1,6	-0,6	-0,7	-1,5	-2,8	-2,2	-0,7	-0,5	-0,7
Industria	-1,1	-2,2	-0,5	-0,9	-0,8	-0,7	-3,3	-0,5	-1,1	-1,5
Excluida construcción	0,1	-1,1	0,0	-0,6	-0,5	0,9	-2,0	0,0	-0,7	-1,2
Construcción	-3,8	-4,8	-1,7	-1,6	-1,6	-3,9	-6,1	-1,6	-2,0	-2,2
Servicios	0,8	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,9	-0,6	0,4	-0,5	-0,7
Comercio y transporte	0,8	-0,8	-0,1	-0,4	-0,3	0,6	-1,4	0,2	-1,0	-0,6
Información y comunicaciones	1,3	1,5	-0,3	1,1	-0,2	1,4	1,4	0,6	0,2	-0,3
Actividades financieras y de seguros	0,4	-0,7	-0,8	0,2	0,0	-0,3	-0,8	-0,1	-0,6	-0,6
Actividades inmobiliarias	3,1	0,4	-1,2	0,6	-1,4	3,8	-0,4	-0,2	-1,8	-1,7
Actividades profesionales	2,7	0,7	0,8	-0,2	-0,7	2,8	0,5	0,8	-0,6	-0,9
Administración pública	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,4	-0,5	0,1	0,1	-0,9
Otros servicios ¹⁾	0,0	0,6	0,7	-0,1	-0,0	0,0	-0,1	1,2	-0,7	-0,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 54 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



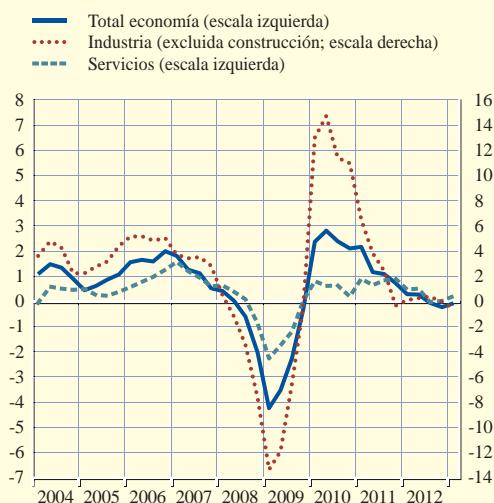
Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Las encuestas sugieren que es probable que el empleo haya caído de nuevo en los dos primeros trimestres de 2013, previéndose también un descenso para el tercer trimestre (véase gráfico 54). Los resultados de las encuestas PMI siguieron registrando niveles inferiores a 50, tanto para la industria como para los servicios. Las encuestas de opinión de la Comisión Europea presentan un panorama básicamente similar.

Gráfico 55 Productividad del trabajo por persona ocupada

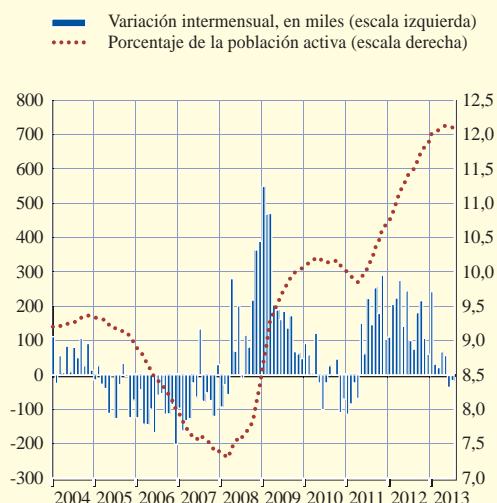
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 56 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El crecimiento de la productividad por persona ocupada disminuyó un 0,1 %, en términos interanuales, en el primer trimestre de 2013, tras haber descendido a tasas similares en los dos trimestres anteriores (véase gráfico 55). El crecimiento de la productividad por hora trabajada aumentó considerablemente, en línea con la acusada caída del total de horas trabajadas. Se prevé que el crecimiento de la productividad haya sido reducido en el segundo trimestre de 2013, debido a la debilidad de la actividad económica.

En consonancia con la caída del empleo, la tasa de desempleo aumentó hasta el 12 % en el primer trimestre de 2013. No obstante, las cifras de paro mensuales sugieren que la reciente subida de la tasa de desempleo podría haberse detenido, habiéndose mantenido la tasa de desempleo de la zona del euro en el 12,1 % desde marzo de 2013 (véase gráfico 56).

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores de confianza procedentes de las encuestas disponibles hasta agosto han seguido mejorando a partir de niveles reducidos, confirmando, en general, las expectativas anteriores de recuperación paulatina de la actividad económica. Si se considera lo que queda de año y 2014, se prevé, en línea con el escenario base, que el producto se recupere a un ritmo lento, debido, en particular, a una mejora gradual de la demanda interna sostenida por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse, además, del fortalecimiento continuo de la demanda exterior de exportaciones. Asimismo, las mejoras generales observadas desde el verano en los mercados financieros parecen estar trasmitiéndose gradualmente a la economía real, al igual que deberían hacerlo los avances realizados en la consolidación fiscal. Por otra parte, las rentas reales se han visto favorecidas recientemente por una inflación generalmente más baja. Dicho esto, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado, y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando a la actividad económica.

Esta valoración queda reflejada también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2013, que prevén que el crecimiento interanual del PIB real se reduzca un 0,4 % en 2013 y aumente un 1 % en 2014. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2013, las previsiones para 2013 se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, como consecuencia de los nuevos datos. Para 2014, se ha llevado a cabo una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales (véase recuadro 10).

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. La evolución reciente de los mercados monetarios y financieros mundiales y la incertidumbre asociada podrían afectar negativamente a la situación económica. Otros de los riesgos son el aumento de los precios de las materias primas en un contexto de recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, una demanda mundial más débil de lo esperado y una aplicación lenta o insuficiente de las reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Recuadro 10

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL BCE PARA LA ZONA DEL EURO

A partir de los datos disponibles hasta el 23 de agosto de 2013, los expertos del BCE han elaborado una serie de proyecciones sobre la evolución macroeconómica de la zona del euro¹. De acuerdo con las proyecciones, el PIB real disminuirá en un 0,4% en 2013 y aumentará en un 1,0% en 2014. Se prevé que la inflación medida por el IAPC se situará en promedio en el 1,5% y el 1,3% en 2014.

Supuestos técnicos relativos a los tipos de interés, los tipos de cambio, los precios de las materias primas y las políticas fiscales

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 15 de agosto de 2013.

El supuesto sobre los tipos de interés a corto plazo tiene un carácter puramente técnico. Dichos tipos se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,2% en 2013 y del 0,5% en 2014. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 3,0% en 2013 y del 3,5% en 2014. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés medios aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro toquen fondo en el segundo semestre de 2013 y que posteriormente suban gradualmente. Se prevé que las condiciones de oferta de crédito afecten negativamente a la actividad económica de la zona del euro en 2013 y sean relativamente neutrales en 2014.

En cuanto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, se considera que los precios del barril de Brent se situarán, en promedio, en 107,8 dólares estadounidenses en 2013 y 102,8 en 2014. Se estima que los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses² se incrementarán en un 5,4% en 2013 y en un 0,1% en 2014.

Se parte del supuesto de que, durante el horizonte de las proyecciones, los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables en los niveles medios registrados en las dos semanas previas a la fecha de cierre de los datos, lo que implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,32 en 2013 y 1,33 en 2014, lo que supone un incremento desde el nivel de 1,29 dólares estadounidenses de 2012. El tipo de cambio efectivo del euro se apreciará, en promedio, en un 3,6% en 2013 y en un 0,7% en 2014.

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE complementan las proyecciones macroeconómicas del Eurosystem, que elaboran conjuntamente los expertos del BCE y los de los bancos centrales nacionales de la zona del euro con periodicidad semestral. Las técnicas utilizadas son coherentes con las de las proyecciones del Eurosystem, descritas en la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Los intervalos están basados en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. La técnica utilizada, que prevé una corrección por acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de los alimentos se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos relativos a otras materias primas reflejan los precios de los futuros hasta el segundo trimestre de 2014 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en los planes presupuestarios nacionales de cada uno de los países de la zona del euro a 23 de agosto de 2013, e incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas en detalle por los Gobiernos y probablemente sean aprobadas tras su tramitación legislativa.

Proyecciones relativas al entorno internacional

El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará gradualmente durante el horizonte contemplado por las proyecciones, desde el 3,4 % registrado en 2013 hasta el 4,0 % de 2014. En consonancia, a grandes rasgos, con las proyecciones publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2013, se observó un cierto impulso en el ritmo de crecimiento de las economías avanzadas durante el primer semestre de 2013. En contraste, el crecimiento de los mercados emergentes ha registrado un ligero descenso, debido a la mayor debilidad de la demanda interna, y al peso que la bajada de los precios de las materias primas (que ha afectado a sus exportadores) y la moderación de la demanda exterior han tenido en las exportaciones. A corto plazo, los indicadores de clima económico apuntan a una continuación de la moderación de la actividad mundial. El ligero endurecimiento de las condiciones de financiación observado desde las últimas proyecciones, debido en parte a una nueva evaluación del mercado sobre el alcance del estímulo monetario en Estados Unidos, influye también en las perspectivas de crecimiento a corto plazo, especialmente en algunas economías emergentes. A más largo plazo, se estima que el ritmo de la recuperación será gradual. El reequilibrio del sector privado —que sigue avanzando aunque aún no ha finalizado— y el saneamiento de las finanzas públicas influirán en el crecimiento de las economías avanzadas. También se espera que el repunte de algunas de las principales economías emergentes, particularmente en China, se vea moderado como consecuencia de los factores estructurales que restringen la actividad. Considerando que el ritmo de crecimiento de la demanda de los principales socios comerciales de la zona del euro es inferior al del resto del mundo, la demanda exterior de la zona del euro se ha debilitado ligeramente y se estima que en 2013 registrará un crecimiento del 2,9 % y que en 2014 se incrementará hasta situarse en el 5,0 %.

Proyecciones relativas al crecimiento del PIB real

El PIB real creció un 0,3 % en el segundo trimestre de 2013, tras seis descensos trimestrales consecutivos. Tanto la demanda interna como la exterior neta contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB registrado en el segundo trimestre, mientras que la contribución de la variación de existencias fue ligeramente negativa. El incremento relativamente acusado de la actividad observado en el segundo trimestre se debe en parte a factores temporales, relacionados principalmente con las condiciones meteorológicas.

Se estima que, cuando estos factores de naturaleza temporal desaparezcan, el crecimiento del PIB real descenderá en el tercer trimestre de 2013, aunque seguirá siendo positivo. Independientemente de estos factores temporales, la actividad se verá respaldada durante todo el horizonte temporal de las proyecciones por el impacto favorable de un fortalecimiento gradual de la demanda exterior en las exportaciones. A corto plazo, la demanda interna se beneficiará de un descenso de la inflación de los precios de las materias primas que debería apoyar a las rentas reales. Asimismo, se espera que la orientación acomodaticia de la política monetaria del BCE, reforzada por las indicaciones sobre su orientación futura ofrecidas recientemente por el Consejo de Gobierno del BCE, y la mejora de la confianza observada en un entorno de descenso de la incertidumbre impulsen la demanda interna. A más largo plazo, la demanda interna se beneficiará también de una orientación menos restrictiva de la política fiscal y

de la relajación de las condiciones de la oferta de crédito. No obstante, los efectos adversos sobre la demanda interna derivados de la debilidad de la evolución de los mercados de trabajo y de las necesidades de desapalancamiento que todavía existen en algunos países se reducirán solo de manera gradual durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. En conjunto, se estima que la recuperación prevista seguirá siendo moderada en términos históricos, por lo que la brecha de producción seguirá en niveles negativos. En medias anuales, el PIB real se reducirá en un 0,4% en 2013, debido fundamentalmente a un efecto de arrastre negativo, y aumentará en un 1,0% en 2014. Esta evolución obedece a la contribución de un aumento sostenido de la demanda interna combinada con las contribuciones positivas, aunque en descenso, de la demanda exterior neta.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, se proyecta que el crecimiento de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro sea moderado durante el resto de 2013 y que cobre cierto impulso en 2014, como reflejo principalmente de la mejora muy gradual de la demanda exterior de la zona del euro. De acuerdo con las proyecciones, la inversión empresarial se reactivará a partir de finales de 2013. Se estima que la inversión empresarial se vea respaldada por el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y exterior, el nivel muy bajo de los tipos de interés, la necesidad de sustituir gradualmente el *stock* de capital después de varios años de contención de la inversión, el efecto menos adverso de la oferta de crédito y una mejora de los márgenes a medida que la actividad se recupere. Sin embargo, de acuerdo con las proyecciones, el efecto adverso combinado de los bajos niveles de la capacidad productiva, de la necesidad de las empresas de seguir reestructurando sus balances y de las condiciones de financiación desfavorables en algunos países y sectores de la zona del euro disminuirá gradualmente. Se prevé que la inversión residencial siga siendo débil este año y el año próximo, debido fundamentalmente a los ajustes adicionales necesarios en el mercado de la vivienda de algunos países, al débil crecimiento de la renta disponible y a las expectativas de nuevas bajas de los precios de la vivienda. Los efectos adversos de estos factores compensarán con creces el efecto del carácter relativamente atractivo de la inversión en vivienda en otros países, en los que la inversión residencial está respaldada por tipos de interés hipotecarios históricamente bajos y el aumento de los precios de la vivienda. La inversión pública seguirá siendo débil durante el horizonte temporal de las proyecciones debido a las medidas de saneamiento presupuestario esperadas en varios países de la zona del euro.

Cuadro A Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)^{1), 2)}

	2012	2013	2014
IAPC	2,5	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]
PIB real	-0,6	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
Consumo privado	-1,4	-0,7 [-0,9 – -0,5]	0,7 [-0,2 – 1,6]
Consumo público	-0,5	-0,1 [-0,6 – 0,4]	0,6 [0,0 – 1,2]
Formación bruta de capital fijo	-4,0	-3,6 [-4,4 – -2,8]	1,8 [-0,7 – 4,3]
Exportaciones (bienes y servicios)	2,7	0,9 [-0,4 – 2,2]	3,6 [0,1 – 7,1]
Importaciones (bienes y servicios)	-0,9	-0,6 [-1,9 – 0,7]	3,8 [0,3 – 7,3]

1) Las proyecciones relativas al PIB real y sus componentes se basan en datos ajustados por días laborables. Las proyecciones relativas a exportaciones e importaciones incluyen los intercambios entre los países de la zona del euro.

2) Las proyecciones relativas a 2014 incluyen a Letonia como parte integrante de la zona del euro. Las tasas medias de variación anuales para 2014 se basan en una composición de la zona del euro que incluye a Letonia ya en 2013.

De acuerdo con las proyecciones, el consumo privado se moderará durante el resto de 2013, en un contexto de un perfil prácticamente plano de la renta real disponible y de estabilización de la tasa de ahorro. El crecimiento del consumo privado cobrará cierto vigor en 2014, respaldado por la mayor debilidad del impacto negativo del saneamiento presupuestario y por una recuperación de las rentas salariales a medida que las condiciones del mercado de trabajo mejoren, a pesar de un ligero aumento de la tasa de ahorro. Durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones, el porcentaje de hogares que se espera que incrementen su tasa de ahorro en el contexto de aumento de la renta real disponible y la necesidad de desapalancamiento compensarán con creces el porcentaje de hogares cuya tasa de ahorro sigue bajando en un entorno de descenso de las rentas reales disponibles y de bajos rendimientos del ahorro. El consumo público experimentará un estancamiento general en 2013 debido a los esfuerzos de saneamiento presupuestario y aumentará modestamente en 2014.

Las importaciones de fuera de la zona del euro se recuperarán durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque seguirán estando limitadas por una demanda total aún contenida. Se prevé que el superávit de la balanza por cuenta corriente se incremente en 2013 y 2014.

Proyecciones sobre precios y costes

Se espera que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC, que, según la estimación preliminar de Eurostat, se situó en agosto de 2013 en el 1,3%, se sitúe, en promedio, en el 1,5% en 2013 y en el 1,3% en 2014. Durante el primer semestre de 2013 la inflación medida por el IAPC se redujo acusadamente, debido al fuerte descenso de la inflación de los precios de la energía desde los elevados niveles alcanzados en 2012. El descenso de la inflación de los precios energéticos refleja a su vez el descenso de los precios del petróleo y la apreciación del euro del pasado año, así como los efectos de base a la baja derivados de la disminución del impacto de las anteriores subidas de los precios del petróleo. A más largo plazo, se espera que los precios energéticos desciendan ligeramente durante el horizonte temporal de las proyecciones, reflejando la trayectoria prevista de los precios del petróleo. Se espera que, durante el horizonte temporal de las proyecciones, la contribución del componente energético a la inflación medida por el IAPC sea muy poco significativa y, en consecuencia, notablemente inferior a su media histórica, lo que explica en cierta medida el modesto perfil de la inflación. En el primer semestre de 2013, la inflación de los precios de los alimentos se mantuvo prácticamente sin variación, a pesar de los máximos inusuales observados en los precios de los alimentos no procesados. A más largo plazo, la inflación de los precios de los alimentos descenderá ligeramente debido a efectos de base bajistas y al inicio esperado del descenso de los precios internacionales y europeos de las materias primas alimentarias. La inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía descendió durante el primer semestre de 2013, como consecuencia de la debilidad de la actividad económica, y en 2014 experimentará un leve aumento, debido a la modesta recuperación de la actividad y al aumento de las presiones externas sobre los precios.

Más concretamente, las presiones externas sobre los precios se moderaron en el primer semestre de 2013, debido a la apreciación efectiva del euro y a la disminución de los precios del petróleo y de otras materias primas, traduciéndose en un descenso del deflactor de las exportaciones. Se espera que el deflactor de las exportaciones se incremente gradualmente en 2014, a medida que el efecto bajista de la anterior apreciación del euro desaparezca, los precios de las materias primas no energéticas aumenten y la demanda de importaciones cobre impulso. Por lo que se refiere a las presiones internas sobre los precios, se prevé que la tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se mantenga en niveles moderados en 2013 y 2014 debido a la debilidad de los mercados laborales. Teniendo en

cuenta el acusado descenso proyectado este año de la inflación de los precios de consumo, el crecimiento de la remuneración real por asalariado se incrementará en 2013 y se recuperará moderadamente durante el horizonte de las proyecciones, tras los descensos registrados en 2011 y 2012. Se prevé que en 2014 la tasa de crecimiento anual de la remuneración real por asalariado se mantenga en niveles claramente inferiores a los de la productividad, debido a la debilidad de la situación de los mercados laborales. El crecimiento de los costes laborales unitarios se desacelerará en 2013 y en 2014, debido a que un incremento cíclico del crecimiento de la productividad compensa con creces el pequeño repunte de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado. Tras el fuerte descenso observado en 2012, el indicador del margen de beneficio (calculado como la ratio entre el deflactor del PIB a precios básicos y el coste laboral unitario) se estancará en 2013, debido a la debilidad de la actividad interna. Posteriormente, la desaceleración de los costes laborales unitarios y la mejora gradual de las condiciones económicas respaldarán una recuperación de los márgenes. Los incrementos de los precios administrados y de los impuestos indirectos incluidos en los planes de saneamiento presupuestario aportarán contribuciones significativas a la inflación medida por el IAPC tanto en 2013 como en 2014, aunque ligeramente en menor medida que en 2012.

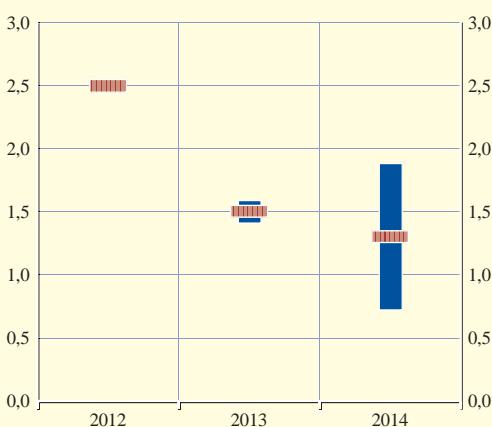
Comparación con las proyecciones de los expertos del Eurosystema de junio de 2013

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema publicadas en el Boletín Mensual de junio de 2013, los intervalos de crecimiento del PIB real previstos para 2013 se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, principalmente sobre la base de los datos más recientes. El intervalo proyectado para 2014 se ha corregido a la baja en 0,1 puntos porcentuales, como reflejo del impacto del descenso de la demanda exterior, la apreciación del tipo de cambio efectivo del euro y el incremento de los tipos de interés. El intervalo proyectado para la inflación medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2013, como consecuencia del aumento mayor de lo esperado de los precios de los alimentos y de la previsión de nuevas subidas de los precios del petróleo. La proyección de la inflación correspondiente a 2014 se mantiene inalterada.

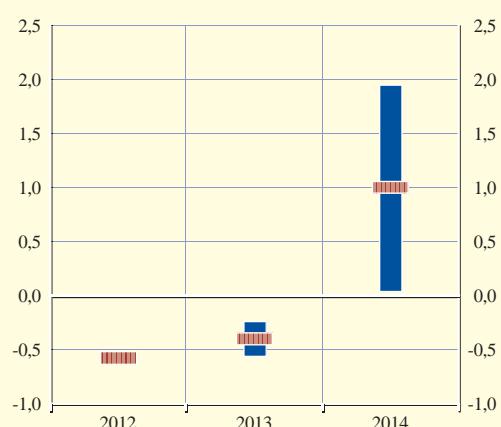
Proyecciones macroeconómicas

(tasas medias de variación anuales)

a) IAPC de la zona del euro



b) PIB real de la zona del euro¹⁾



1) Las proyecciones sobre el PIB real se basan en datos ajustados por días laborables.

Cuadro B Comparación con las proyecciones de junio de 2013

(tasas medias de variación anuales)

	2013	2014
PIB real, junio 2013	-0,6 [-1,0 – -0,2]	1,1 [0,0 – 2,2]
PIB real, septiembre 2013	0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]
IAPC, junio 2013	1,4 [1,3 – 1,5]	1,3 [0,7 – 1,9]
IAPC, septiembre 2013	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

Comparación con las previsiones de otras instituciones

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro (véase el cuadro C). No obstante, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otra parte, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables.

Los intervalos contemplados en las previsiones actualmente disponibles elaboradas por otras organizaciones y organismos del crecimiento del PIB real de la zona del euro para 2013 y 2015 se encuadran dentro de los intervalos de incertidumbre de las proyecciones de los expertos del BCE, y están próximos al punto medio de estas. Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones de otras organizaciones e instituciones estiman que en 2013 la inflación medida por el IAPC se situará ligeramente por encima del intervalo proyectado por los expertos del BCE, y también en un nivel superior al de su punto medio. Respecto a 2014, el intervalo de las previsiones referidas a la inflación medida por el IAPC elaboradas por otras instituciones se encuadran dentro del proyectado por los expertos del BCE y próximo a su punto medio.

Cuadro C Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas medias de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB		Inflación medida por el IAPC	
		2013	2014	2013	2014
FMI	Mayo 2013	-0,6	1,1	1,5	1,2
Encuesta a expertos en previsión económica	Mayo 2013	-0,4	1,2	1,6	1,5
Consensus Economics Forecasts	Julio 2013	-0,6	0,9	1,7	1,5
Barómetro de la zona del euro	Agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
OCDE	Agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Comisión Europea	Agosto 2013	-0,6	0,9	1,5	1,5
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosystema	Septiembre 2013	-0,4 [-0,6 – -0,2]	1,0 [0,0 – 2,0]	1,5 [1,4 – 1,6]	1,3 [0,7 – 1,9]

Fuente: Proyecciones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea; actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, julio de 2013, para el crecimiento del PIB real, y World Economic Outlook, abril de 2013, para la inflación; Economic Outlook de la OCDE, mayo de 2013; Consensus Economics Forecasts, MJEconomics y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: Las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y del FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro más recientes, la tendencia a la baja del déficit público de la zona en relación con el PIB observada desde mediados de 2010 se interrumpió en el primer trimestre de 2013, mientras que el aumento de la deuda pública en relación con el PIB se aceleró ligeramente. En junio de 2013, el Consejo ECOFIN decidió conceder a varios países una prórroga del plazo para corregir sus déficits excesivos, de más de un año para la mayoría de ellos. Son necesarios ambiciosos esfuerzos de consolidación fiscal para que las finanzas públicas retornen a una senda sostenible. La entrada en vigor de los reglamentos que conforman el «paquete de dos medidas» (two-pack), con arreglo a los cuales la Comisión Europea examinará los proyectos de planes presupuestarios, constituirá una importante herramienta para seguir reforzando la supervisión presupuestaria.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN 2013

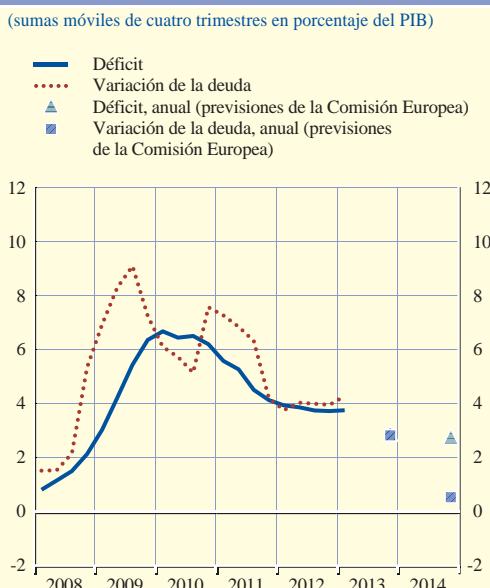
Según las estadísticas de finanzas públicas de la zona del euro más recientes, la tendencia a la baja del déficit público de la zona en relación con el PIB observada desde mediados de 2010 se interrumpió en el primer trimestre de 2013. Como se muestra en el gráfico 57, la suma móvil de cuatro trimestres del déficit de la zona del euro, es decir, el déficit acumulado en los cuatro últimos trimestres, ascendía al 3,8% del PIB en el primer trimestre de 2013, ligeramente por encima del registrado en el trimestre anterior. Esta cifra es muy superior a la indicada en las previsiones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea, que proyectaban que el déficit de la zona del euro disminuiría hasta el 2,9% del PIB en 2013, desde el 3,7% de 2012. El incremento del déficit presupuestario de la zona en el primer trimestre de 2013 se debe principalmente a la continuada disminución de los ingresos públicos y al leve aumento del gasto público (véase gráfico 58a).

En cuanto a los datos más recientes sobre la evolución de la deuda pública bruta de la zona del euro, la suma móvil de cuatro trimestres de la deuda en relación con el PIB señaló un aumento más acusado en el primer trimestre de 2013 (el 4,3%) que en el trimestre precedente (véase gráfico 57). Además, el incremento es muy superior al previsto para el conjunto del año en las previsiones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea. Según la Comisión, en 2013 la deuda ascenderá hasta situarse en el 95,5% del PIB, como consecuencia de un diferencial positivo entre la tasa de crecimiento y los tipos de interés y de un importante ajuste entre déficit y deuda, incluido el efecto del apoyo prestado al sector financiero.

EVOLUCIÓN Y PLANES PRESUPUESTARIOS EN ALGUNOS PAÍSES

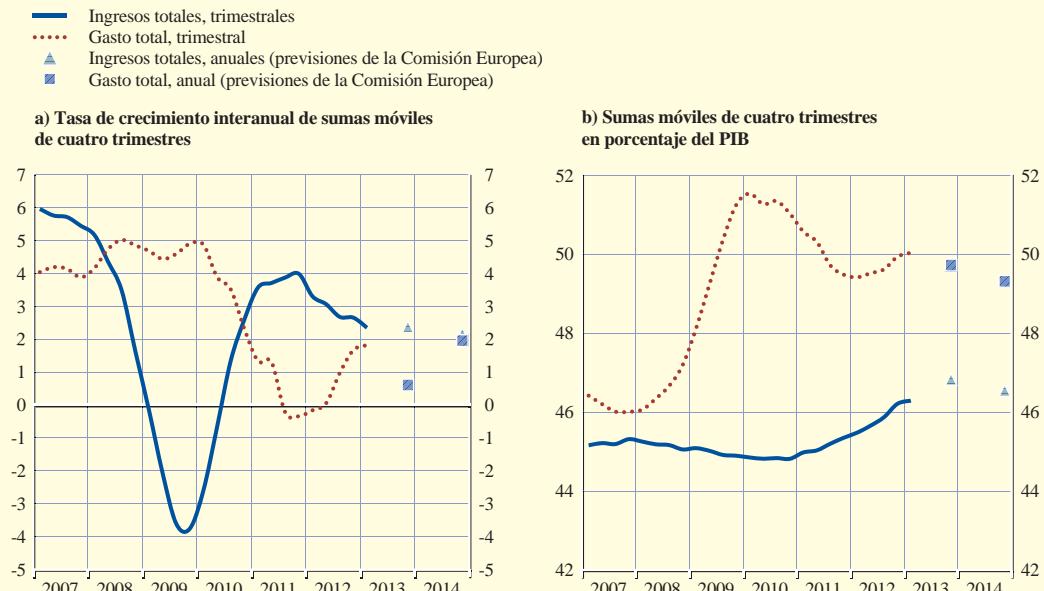
A mediados de julio de 2013, el Consejo de la UE concluyó el Semestre europeo formulando recomendaciones sobre los programas de estabilidad y convergencia de 23 países de la UE, así como sobre los programas nacionales de reforma. Para la zona del euro en su conjunto, el Consejo recomendó «aplicar políticas de saneamiento de las finanzas públicas diferenciadas y compatibles con el crecimiento, y

Gráfico 57 Déficit y variación de la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat, y en las previsiones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea.

Gráfico 58 Estadísticas trimestrales de finanzas públicas y proyecciones para la zona del euro



Fuentes: Cálculos del BCE basados en Eurostat, datos nacionales y previsiones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea. Notas: Los datos se refieren al sector de Administraciones Públicas. Los gráficos muestran la evolución de los ingresos y los gastos totales en términos de sumas móviles de cuatro trimestres para el período comprendido entre el primer trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2013 y las proyecciones anuales para 2013 y 2014 procedentes de las previsiones económicas de primavera de 2013 de la Comisión Europea.

estimulando simultáneamente el potencial de crecimiento de la zona del euro» con el fin de «situar la deuda en relación con el PIB en una senda descendente»¹. Además, en junio de 2013, a partir de las propuestas de la Comisión Europea, el Consejo emitió nuevas recomendaciones relativas a los procedimientos de déficit excesivo (PDE) de ocho países de la zona del euro. Para seis de ellos, las nuevas recomendaciones prevén prórrogas de los plazos para la corrección del déficit, de más de un año en la mayoría de los casos, y una reducción del esfuerzo de corrección recomendado. En concreto, a España, Francia y Eslovenia se les concedió una prórroga de dos años, hasta 2015 en el caso de Francia y Eslovenia y 2016 en el de España. El plazo establecido para Chipre se amplió cuatro años, hasta 2016, mientras que para los Países Bajos y Portugal el plazo se prorrogó un año, hasta 2014 y 2015, respectivamente. Además, el Consejo decidió formular una advertencia a Bélgica, ya que este país no había tomado medidas eficaces para corregir su déficit excesivo para 2012, y le concedió un año más, hasta 2013, para corregir el déficit. En cuanto a Malta, el PDE se reabrió en junio de 2013, transcurridos solo seis meses desde que se concluyera, fijándose el año 2014 como plazo para corregir el déficit excesivo. El PDE de Italia se concluyó en junio de 2013. En el recuadro 11 se presenta una valoración de la aplicación del PDE en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento reforzado.

A continuación se presenta un breve análisis de los principales aspectos de la evolución reciente de las finanzas públicas en los cuatro países más grandes de la zona del euro y en los países acogidos a un programa de la UE y el FMI.

1 Véase el documento «Recomendación del Consejo relativa a la aplicación de las orientaciones generales de política económica por los Estados miembros cuya moneda es el euro», 8 de julio de 2013, disponible en el sitio web del Consejo de la UE <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/13/st11/st11216.en13.pdf>.

En Alemania, el sector de Administraciones Públicas registró un superávit del 0,6 % del PIB en el primer semestre de 2013. El 16 de agosto de 2013 entró en vigor un programa de apoyo público para reparar los daños ocasionados por las recientes inundaciones. Se prevé que el coste total del programa sea de 8 mm de euros (el 0,3 % del PIB), distribuido a lo largo del período 2013-2016, y se espera que sus efectos sobre las perspectivas de las finanzas públicas sean muy limitados, ya que el gasto adicional será, en promedio, inferior al 0,1 % del PIB por año durante ese período. Los objetivos fiscales del Gobierno establecidos en el programa de estabilidad de 2013 siguen considerándose realistas.

En Francia, la prórroga de dos años del plazo establecido en el PDE se basa en una revisión de la evolución del déficit público (el 3,9 % del PIB en 2013, el 3,6 % en 2014 y el 2,8 % en 2015). Esta revisión supone una corrección más lenta que la establecida en la actualización del programa de estabilidad de 2013, en el que, según la previsión del Gobierno, el déficit caería por debajo del valor de referencia del 3 % del PIB en 2014. La Ley de Presupuestos para 2014 se presentará antes de finales de septiembre de 2013. Es importante que la Ley especifique medidas de ajuste creíbles, en particular en lo que respecta al gasto, con el fin de revertir el aumento de la deuda pública en relación con el PIB, que en 2012 superó el 90 %. Recientemente, el Gobierno anunció una reforma de las pensiones, que se espera que contribuya a equilibrar el sistema de pensiones del país para 2020.

En Italia, la ejecución preliminar de los presupuestos, en términos de caja, hasta julio de 2013, apunta a unas necesidades de financiación acumuladas de 51 mm de euros (el 3,3 % del PIB), frente a casi 28 mm de euros (el 1,8 % del PIB) en el mismo período de 2012. El deterioro observado, atribuible fundamentalmente al apoyo prestado al sector financiero y a la devolución de pagos atrasados, pone en evidencia el aumento de los riesgos para la consecución del objetivo de déficit público de 2013 (el 2,9 % del PIB). En agosto, el Gobierno anunció la supresión del pago de la primera cuota del impuesto sobre las viviendas en propiedad correspondiente a 2013. La pérdida de ingresos (en torno a 2,4 mm de euros, es decir, el 0,1 % del PIB) se compensará con reducciones del gasto e incrementos de los ingresos. Ese mismo mes, el Parlamento decidió aplazar tres meses, hasta el 1 de octubre, la subida del tipo general del IVA en 1 punto porcentual. La pérdida de ingresos ocasionada por este aplazamiento se compensará mediante incrementos de los impuestos especiales sobre algunos productos y, con carácter temporal, mediante una subida de los impuestos directos. Por último, el Gobierno promulgó el «Decreto del *fare*» con medidas urgentes para reactivar la economía, que establece una serie de medidas destinadas a potenciar la inversión en infraestructuras, reducir la burocracia, aumentar el crédito a las empresas (especialmente a las pequeñas y medianas empresas) y mejorar la eficiencia de la justicia civil.

En España, el Gobierno aprobó a finales de junio de 2013 unas modificaciones de la Ley del impuesto sobre sociedades y cambios en la tributación de los impuestos especiales para aumentar la recaudación, así como un proyecto de ley de creación de una autoridad fiscal independiente y para racionalizar la Administración local. Por lo que se refiere al resultado presupuestario, en el primer trimestre de 2013, el déficit de las Administraciones Públicas fue del 1,2 % del PIB, frente al 1,4 % del año anterior. Los recientes resultados presupuestarios de la Administración Central, la Seguridad Social y las Comunidades Autónomas hasta finales de junio/julio también son, en general, mejores que los de hace un año; pero en los últimos meses del año irán desapareciendo o quedaran anulados los efectos de una serie de medidas de consolidación fiscal. En resumen, es difícil evaluar la probabilidad de que este año se cumpla el objetivo de déficit público y dependerá de una recuperación más acusada de las bases impositivas en el segundo semestre del año. A finales de junio de 2013, la deuda de las Administraciones Públicas se situaba en torno al 90 % del PIB anual, por encima del 84 % de finales de 2012, como resultado, en parte, del adelanto de la emisión de deuda pública este año.

En Grecia, el presupuesto público registró un superávit primario de alrededor de 0,5 mm de euros (excluidas las transferencias de otros países de la zona del euro en relación con la deuda pública griega en poder del Eurosistema) o en torno a los 2,6 mm de euros (si se incluyen las transferencias mencionadas) en el período de enero a julio de 2013. Este resultado, que es significativamente mejor que el objetivo fijado en el segundo programa de ajuste macroeconómico de la UE y el FMI, fue, sin embargo, consecuencia principalmente de factores transitorios, como los ingresos superiores a los previstos por la recepción de fondos estructurales de la UE en julio y la infraejecución del presupuesto de inversión. En general, las cifras de ejecución del presupuesto sugieren que Grecia sigue la senda adecuada para cumplir en 2013 el objetivo de registrar un presupuesto primario equilibrado. En julio de 2013, después de que Grecia aplicara varias medidas adoptadas anteriormente, el Grupo de trabajo del Eurogrupo aprobó el desembolso de 3 mm de euros en el marco del programa. No obstante, de este importe solo está previsto pagar a Grecia 0,5 mm de euros a primeros de octubre, a condición de que se alcancen determinados objetivos en varias áreas. A finales de agosto, el Directorio Ejecutivo del FMI completó la revisión del programa y liberó 1,7 mm de euros adicionales.

En Portugal, la octava revisión trimestral del programa de ajuste de la UE y el FMI se ha pospuesto hasta septiembre y se unirá a la novena revisión. En cuanto al presupuesto de 2013, parece que, por el momento, la ejecución se ajusta a las expectativas, en particular en lo que respecta a la recaudación impositiva. Por lo que se refiere al paquete de consolidación anunciado por el Gobierno en mayo de 2013 para cumplir el objetivo fiscal en 2014, una ley recientemente adoptada, dirigida a aumentar la movilidad de los funcionarios públicos, ha sido considerada inconstitucional por el Tribunal Constitucional. Las autoridades portuguesas se han comprometido a encontrar una medida alternativa.

En Irlanda, la undécima revisión del programa de ajuste de la UE y el FMI se produjo en julio. Los datos fiscales correspondientes a los ocho primeros meses del año muestran que la ejecución del presupuesto va por buen camino para cumplir el objetivo de déficit del 7,5 % del PIB en 2013. La base impositiva de Irlanda se ha ampliado debido al nuevo impuesto local sobre bienes inmuebles. El gasto público, incluidos los gastos en atención sanitaria y bienestar social, se mantuvo controlado y dentro de los objetivos del Gobierno. Además, el acuerdo salarial alcanzado en el sector público, que fue ampliamente aceptado, facilitará el ahorro necesario al tiempo que preserva servicios públicos básicos.

En Chipre, la primera revisión del programa de ajuste de la UE y el FMI llegó a la conclusión de que los objetivos fiscales se habían cumplido plenamente. El déficit de las Administraciones Públicas para el primer semestre de 2013 fue mejor que el objetivo fijado en el programa, principalmente como resultado de la prudente ejecución del gasto. Sin embargo, es probable que el resultado de déficit en 2013 se vea afectado por un importante factor extraordinario relacionado con la compensación correspondiente a los fondos de previsión y de pensiones del Cyprus Popular Bank (cuyo importe asciende a alrededor del 1,8 % del PIB), que hará aumentar dicho déficit.

RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL

Los países de la zona del euro han avanzado considerablemente en la reducción de sus desequilibrios fiscales, a pesar de las importantes diferencias existentes entre ellos. Sin embargo, son necesarios nuevos esfuerzos de consolidación para que las finanzas públicas retornen a una senda sostenible. Si bien las tensiones en los mercados financieros han retrocedido en los doce últimos meses, hay que evitar la complacencia, dadas las brechas de consolidación que aún persisten en varios países. La composición del saneamiento presupuestario debería estar dirigida a medidas que favorezcan el crecimiento, dando prioridad a la contención del gasto público improductivo. Los países a los que se les ha concedido la ampliación

de los plazos establecidos en el PDE deberían acometer reformas estructurales para aumentar el potencial de crecimiento de sus economías, contribuyendo con ello a la sostenibilidad fiscal.

Tras la adopción de los reglamentos que conforman el «paquete de dos medidas» (*two pack*)², se espera que los países de la zona del euro elaboren proyectos de planes presupuestarios para mediados de octubre. Estos planes serán analizados por la Comisión Europea, que, a finales de noviembre, emitirá dictámenes sobre si cumplen las obligaciones de política presupuestaria establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el caso de que la Comisión Europea valore que existe «un incumplimiento particularmente grave», se espera que —tras evacuar consultas con el país en cuestión— solicite públicamente una revisión del proyecto de plan presupuestario. Si se explica estrictamente, el paquete de dos medidas constituirá un instrumento importante para fortalecer la eficacia de la vigilancia presupuestaria en la zona del euro.

2 Véase el recuadro titulado «The “two-pack” regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

Recuadro II

LA APLICACIÓN DEL PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO EN LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO EN EL MARCO DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO REFORZADO

En los dos últimos años, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha quedado sustancialmente reforzado por las medidas de reforma del marco de gobernanza europeo aplicadas, entre ellas el paquete de seis medidas («six-pack»), el paquete de dos medidas («two-pack») y el pacto fiscal («fiscal compact»)¹. El principal objetivo de este fortalecimiento ha sido reforzar la disciplina fiscal y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en los Estados miembros de la zona del euro². El núcleo del componente corrector del PEC sigue siendo el procedimiento de déficit excesivo (PDE), que tiene por objeto evitar y corregir déficits y ratios de deuda por encima del 3 % y el 60 % del PIB, respectivamente. En este recuadro se presentan algunos aspectos importantes de la aplicación del PDE en el marco del PEC reforzado en los Estados miembros de la zona del euro y permite extraer algunas enseñanzas de experiencias recientes durante el Semestre europeo 2013.

Fijación de plazos y especificación de las medidas de ajuste para la corrección de déficits excesivos

El componente corrector del PEC especifica que se iniciará un PDE en caso de que el déficit de las Administraciones Públicas de un Estado miembro supere el 3 % del PIB y de que el exceso con respecto al valor de referencia no pueda considerarse temporal ni excepcional. Con arreglo al paquete de seis medidas, en determinadas circunstancias también se iniciará un PDE si se incumple el criterio de deuda, aunque el déficit se mantenga por debajo del valor de referencia. El déficit excesivo deberá corregirse en el año siguiente a su detección (lo que generalmente significa dos años

1 Véanse los artículos titulados «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011, y «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2012, así como el recuadro titulado «The “two-pack” regulations to strengthen economic governance in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2013.

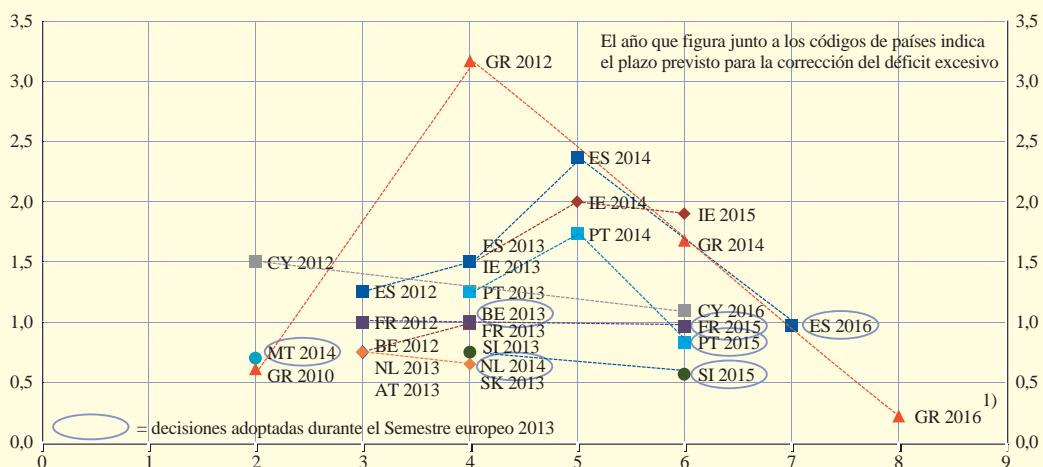
2 Para un análisis de la importancia de unas políticas fiscales sólidas y de una política monetaria orientada a la estabilidad, véase el artículo titulado «Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2012.

Número de años para corregir el déficit excesivo y ajuste estructural anual medio necesario con arreglo a cada recomendación formulada en diferentes procedimientos de déficit excesivo en curso

(en porcentaje del PIB)

Eje de abscisas: Número de años para corregir el déficit excesivo

Eje de ordenadas: Ajuste estructural anual medio necesario con arreglo a cada recomendación del PDE



1) El punto «GR 2016» indica la mejora de la ratio de déficit público ajustado de ciclo en relación con el PIB especificada en la recomendación formulada a Grecia en el marco del PDE 2012.

Notas: El gráfico muestra, por ejemplo, que la recomendación «BE 2012» dirigida a Bélgica en el marco del PDE exigía un ajuste estructural equivalente al 0,75% del PIB por año y la corrección del déficit excesivo en un plazo de tres años (2010-2012).

Posteriormente, el plazo se prorrogó un año (hasta 2013), y el ajuste estructural necesario se incrementó hasta el 1% para ese año adicional.

Fuente: BCE.

desde que se detecte por primera vez), salvo que concurren circunstancias especiales. El ajuste fiscal anual mínimo necesario con arreglo al PDE será equivalente, como mínimo, al 0,5% del PIB, que se utilizará como valor de referencia, en términos de mejora del saldo estructural.

En el contexto de la crisis financiera se determinó la existencia de déficits excesivos en todos los Estados miembros de la zona del euro salvo Luxemburgo y Estonia. La mayoría de los PDE se iniciaron en 2009 y 2010. Con la excepción de Grecia y Finlandia, los plazos iniciales para la corrección del déficit excesivo no se fijaron en el año siguiente a la detección de dicho déficit, como dispone el PEC, sino mucho más tarde en algunos casos. La Comisión dictaminó que concurrían circunstancias especiales amparándose en que la desviación de la regla del PEC se debía al fuerte impacto de la crisis financiera, que había generado un aumento del déficit, y en la necesidad de aplicar medidas de estímulo fiscal coordinadas en el contexto del Plan Europeo de Recuperación Económica.

El plazo para la corrección del déficit excesivo establecido para los diferentes países varió notablemente, al igual que el esfuerzo de ajuste requerido. Mientras que Grecia supuestamente debía corregir el déficit excesivo en el año siguiente a su detección (2010), a Austria, España, Francia, Bélgica y Países Bajos se les concedieron tres años para llevar a cabo el ajuste fiscal necesario, y cuatro años a Eslovenia, Eslovaquia, Portugal e Irlanda (véase gráfico). Aunque, en general, para los países en los que se habían dictaminado mayores necesidades de ajuste se establecieron plazos de corrección más largos, los esfuerzos fiscales requeridos no parecen haber seguido una regla clara. En este contexto ha de reconocerse que el PEC, incluso en su versión de 2011, ofrece pocas orientaciones en lo que respecta a la determinación de las medidas de ajuste y a la fijación de plazos en caso de desviación

de la regla sobre «corrección en el año siguiente a la detección del déficit». La crisis ha puesto en evidencia que los déficits pueden aumentar hasta situarse muy por encima del valor de referencia del 3 % del PIB. En tal caso, el esfuerzo de ajuste mínimo necesario previsto en el PEC es claramente insuficiente para asegurar la corrección de los déficits excesivos en un plazo suficientemente breve. De cara a la aplicación del PEC en el futuro convendría aclarar mejor la metodología empleada para determinar las medidas de ajuste y fijar los plazos, lo que también contribuiría a garantizar la coherencia en la aplicación de las normas en los distintos países.

Valoración de la eficacia de las medidas y ampliación de los plazos

Pese a que los plazos establecidos inicialmente en los PDE superaban, en algunos casos con creces, la regla sobre la corrección en el año siguiente a la detección del déficit, varios Estados miembros incumplieron sus objetivos de saldo nominal por un amplio margen. Desde la reforma de 2005³, el PEC permite revisar la recomendación y ampliar el plazo inicial para la corrección del déficit excesivo, siempre que se cumplan dos condiciones. La primera es que el Gobierno haya tomado «medidas eficaces» para corregir el déficit en consonancia con las recomendaciones formuladas en el contexto del PDE, y la segunda que hayan aparecido «factores económicos adversos e inesperados con importantes efectos desfavorables sobre las finanzas públicas», en comparación con las previsiones económicas en las que se basó la recomendación inicial del Consejo⁴. El componente corrector del PEC prevé que, por regla general, el plazo se amplíe un año.

La Comisión y el Consejo evalúan la eficacia de las medidas adoptadas centrándose en la mejora del saldo estructural, que se calcula ajustando el saldo presupuestario por las medidas cíclicas, puntuales y otras de carácter temporal. Si la mejora del saldo estructural es significativamente inferior al ajuste requerido en la recomendación del PDE, el PEC prevé la realización de un «análisis detenido de las razones de esa circunstancia»⁵. Recientemente, la Comisión presentó una metodología con tres fases de actuación que concreta la manera de realizar el análisis de la eficacia de las medidas tomadas en el marco del PEC y que se aplicó por primera vez durante el Semestre europeo 2013⁶.

En una primera fase, la variación observada en el saldo estructural se evalúa en función de la mejora necesaria especificada en la recomendación formulada en el marco del PDE. En la segunda, la mejora observada en el saldo estructural se ajusta por las revisiones del producto potencial, por los ingresos extraordinarios o las reducciones de ingresos en comparación con la fecha en la que se formuló la recomendación, y por los efectos de otros factores inesperados, como catástrofes naturales o revisiones estadísticas. En la tercera fase se realiza un análisis desagregado (*bottom-up*) para determinar el esfuerzo fiscal, basado en el impacto presupuestario de las medidas discrecionales aplicadas por los Gobiernos. Solo si el análisis desagregado muestra que el esfuerzo fiscal no ha sido suficiente para cumplir las exigencias de la recomendación del PDE se dictamina que las medidas no han sido eficaces y el procedimiento puede acelerarse.

Este enfoque en tres fases para evaluar la eficacia de las medidas adoptadas en el contexto del PDE suscita varias dudas. En primer lugar, con arreglo a este enfoque, es posible que en repetidas ocasiones

3 Véase el artículo titulado «La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2005.

4 Véase el apartado 5 del artículo 3 del Reglamento (UE) nº 1467/97.

5 Véase «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes», Comisión Europea, 3 de septiembre de 2012.

6 Para un análisis detallado, véase «Vade mecum on the Stability and Growth Pact», Comisión Europea, Occasional Papers 151, mayo de 2013, pp. 65 y ss.

se determine que los Estados miembros han adoptado medidas eficaces, aunque los déficits nominales permanezcan muy por encima del valor de referencia y muestren poca tendencia a converger hacia dicho valor. En consecuencia, las ratios de deuda de las Administraciones Pùblicas pueden seguir aumentando. En segundo lugar, este método no es completamente transparente, ya que no todos los cálculos y datos subyacentes se hacen pùblicos. En tercer lugar, existe el riesgo de que el enfoque no se aplique de forma totalmente simétrica, introduciendo con ello un sesgo hacia el déficit. Es posible que, especialmente en tiempos difíciles, el ajuste de los saldos estructurales por las reducciones de ingresos y las revisiones a la baja del crecimiento potencial subestimen las necesidades de ajuste fiscal. Existe el riesgo de que la relajación de la senda de ajuste en momentos difíciles no vaya seguida de un endurecimiento similar de dicha senda en épocas de bonanza económica. Esta es una importante enseñanza extraída de la aplicación indulgente del PEC tras ser reformado en 2005 y antes de la crisis. En cuarto lugar, desde la perspectiva de la sostenibilidad de las finanzas pùblicas, las revisiones a la baja del crecimiento potencial requieren un ajuste fiscal más exigente a medio plazo, un aspecto que no parece haberse tenido en cuenta en el enfoque. En quinto lugar, particularmente el análisis «desagregado», que por ahora no se basa en una metodología consensuada, no parece ser suficientemente robusto para garantizar una evaluación fiable del esfuerzo de ajuste fiscal. A este respecto sigue sin quedar claro, por ejemplo, cómo pueden y deben validarse las estimaciones de las medidas discrecionales tributarias y de gasto pùblico, y tampoco cómo pueden limitarse los incentivos de los Gobiernos para exagerar estas medidas. Parece necesario asegurar una separación precisa entre la parte de las medidas discrecionales que refleje mejoras del saldo estructural y la parte que es necesaria para compensar un deterioro de dicho saldo resultante, por ejemplo, de aumentos del gasto inherentes a políticas vigentes. La mera suma de los efectos fiscales de las medidas discrecionales podría sobreestimar el esfuerzo fiscal. Además, se ha de tener en cuenta la posible interacción entre las distintas medidas. Por último, sigue sin quedar claro cómo puede asegurarse una aplicación coherente del análisis desagregado en los diferentes países.

En síntesis, es importante que el concepto de «medidas eficaces» se interprete de forma que garantice la corrección de los déficits excesivos en los plazos establecidos y que no se utilice como herramienta para socavar las intenciones de las reglas fiscales de la UE de restablecer y salvaguardar la sostenibilidad de las finanzas pùblicas.

Decisiones adoptadas durante el Semestre europeo 2013

Durante el Semestre europeo 2013, el Consejo derogó el PDE de Italia. No obstante, la mayoría de los PDE iniciados en el contexto de la crisis fiscal y financiera siguen abiertos. Actualmente, doce de los diecisiete Estados miembros de la zona del euro están sujetos a un PDE (véase gráfico).

Según la evaluación de la Comisión, que siguió el enfoque en tres fases, todos los países actualmente sujetos a un PDE (excepto Bélgica⁷) tomaron medidas eficaces. Francia, por ejemplo, no realizó el esfuerzo de ajuste estructural requerido con arreglo a las dos primeras fases del procedimiento, pero se dictaminó que había adoptado medidas eficaces basándose en un análisis desagregado de las medidas discrecionales adoptadas⁸.

7 El marco reforzado prevé, con arreglo al Reglamento (UE) nº 1173/2011, que en tal caso la Comisión recomienda la imposición de sanciones en los 20 días siguientes a la fecha de la decisión del Consejo en la que se determine que un Estado miembro no ha adoptado medidas eficaces con arreglo al artículo 126, apartado 8, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

8 Véase el documento de trabajo de los servicios de la Comisión sobre Francia, disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/30_edps/other_documents/2013-05-29_fr_126-7_commission_-swd_en.pdf.

Como se ha expuesto anteriormente, si se han aplicado medidas eficaces y han aparecido factores económicos adversos inesperados, las disposiciones del PEC prevén la posibilidad de prorrogar el plazo para la corrección del déficit excesivo «en principio un año»⁹. No obstante, únicamente se otorgaron prórrogas de un año a los Países Bajos y a Portugal, en este último caso además del plazo adicional de un año concedido en octubre de 2012. A Francia, Eslovenia y España se les concedieron prórrogas de dos años. Dado que las disposiciones del PEC establecen una prórroga de un año en principio, estas ampliaciones de dos años del plazo fijado en el PDE únicamente deberían considerarse en circunstancias excepcionales, como en el caso de que se produzcan desequilibrios excesivos en el entorno macroeconómico o en el sector financiero con importantes consecuencias desfavorables para las finanzas públicas. Por consiguiente, de cara al futuro, estas prórrogas de dos años deberían ir acompañadas de un seguimiento más intenso de los esfuerzos de ajuste, con el fin de asegurar que el plazo adicional concedido para corregir el déficit excesivo se utilice de forma eficaz para implementar reformas estructurales orientadas a potenciar el crecimiento y reducir los desequilibrios.

Las nuevas recomendaciones del PDE introducidas durante el Semestre europeo 2013 no solo establecen considerables prórrogas de los plazos, sino que también implican una notable pérdida de impulso del ajuste fiscal necesario. Si se comparan con recomendaciones anteriores del PDE, las nuevas recomendaciones reducen los esfuerzos de ajuste estructural anual medio para todos los países excepto para Bélgica, como se muestra en el gráfico. En varios casos, la disminución del ajuste estructural anual medio necesario es sustancial. Para algunos países (en particular Portugal y España), incluso el esfuerzo de ajuste estructural acumulado futuro se ha reducido en las últimas recomendaciones del PDE, lo que podría intensificar los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Consideradas en su conjunto, las experiencias del Semestre europeo 2013 demuestran el reto que, para la Comisión Europea y para el Consejo, entraña aplicar el marco fiscal reforzado con transparencia y coherencia. Esta aplicación debe guiarse por el objetivo principal del marco de gobernanza fiscal: el restablecimiento y la salvaguardia de la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este contexto, son necesarias nuevas mejoras para clarificar la metodología aplicada y observar estrictamente las normas con el fin de lograr de forma efectiva la corrección de las políticas fiscales inadecuadas y la credibilidad del PEC reforzado.

9 Véase el apartado 5 del artículo 3 del Reglamento (UE) nº 1467/97.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO		
Resumen de indicadores económicos de la zona del euro		\$5
1	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	\$6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	\$7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	\$8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	\$9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	\$10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	\$11
2.3	Estadísticas monetarias	\$12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	\$15
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	\$17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	\$20
2.7	Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas	\$21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	\$22
2.9	Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisor	\$23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	\$24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro	\$25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	\$26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	\$30
3.3	Hogares	\$32
3.4	Sociedades no financieras	\$33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	\$34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	\$35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	\$36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	\$38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	\$40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos	\$42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	\$44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	\$45
4.8	Índices bursátiles	\$46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	\$47
5.2	Producto y demanda	\$50
5.3	Mercado de trabajo	\$54

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	\$56
6.2	Deuda	\$57
6.3	Variación de la deuda	\$58
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales	\$59
6.5	Deuda trimestral y variación de la deuda	\$60
7	TRANSACCIONES Y POSICIONES FREnte AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$61
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$62
7.3	Cuenta financiera	\$64
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$70
7.5	Comercio exterior de bienes	\$71
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	\$73
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$74
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE	\$75
9.2	Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón	\$76
	LISTA DE GRÁFICOS	\$77
	NOTAS TÉCNICAS	\$79
	NOTAS GENERALES	\$87

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 interés¹⁾

	M1 ²⁾ 1	M2 ²⁾ 2	M3 ^{2,3)} 3	M3 ^{2,3)} Media móvil de 3 meses (centrada) 4	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾ 5	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾ 6	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período) 7	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾ 8
2011	2,1	2,3	1,5	-	2,2	0,6	1,39	2,65
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	1,2	0,58	1,72
2012 III	4,6	3,2	3,1	-	-0,6	1,0	0,36	1,94
IV	6,2	4,2	3,6	-	-0,8	0,8	0,20	1,72
2013 I	6,8	4,3	3,2	-	-0,8	1,5	0,21	1,76
II	8,1	4,6	2,8	-	-1,1	0,3	0,21	2,14
2013 Mar	7,1	4,2	2,5	2,9	-0,7	0,1	0,21	1,76
Abr	8,7	4,9	3,2	2,9	-0,9	-0,1	0,21	1,55
May	8,4	4,7	2,9	2,8	-1,1	0,3	0,20	1,84
Jun	7,5	4,3	2,4	2,5	-1,6	1,1	0,21	2,14
Jul	7,1	4,0	2,2	-	-1,9	-	0,22	1,95
Ago	-	-	-	-	-	-	0,23	2,17

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo⁵⁾

	IAPC ¹⁾ 1	Precios industriales 2	Costes laborales por hora 3	PIB real (d.) 4	Producción industrial excluida construcción 5	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%) 6	Ocupados (d.) 7	Parados (% de la población activa; d.) 8
2011	2,7	5,8	2,1	1,5	3,2	80,6	0,3	10,2
2012	2,5	3,0	1,5	-0,6	-2,4	78,6	-0,7	11,4
2012 IV	2,3	2,4	1,3	-1,0	-3,1	77,4	-0,7	11,8
2013 I	1,9	1,2	1,6	-1,0	-2,3	77,6	-1,0	12,0
II	1,4	0,0	-	-0,5	-0,5	77,9	-	12,1
2013 Mar	1,7	0,6	-	-	-1,4	-	-	12,1
Abr	1,2	-0,2	-	-	-0,5	77,5	-	12,1
May	1,4	-0,2	-	-	-1,3	-	-	12,1
Jun	1,6	0,3	-	-	0,3	-	-	12,1
Jul	1,6	0,2	-	-	-	78,3	-	12,1
Ago	1,3	-	-	-	-	-	-	-

3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de periodo) 4	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB) 5	Deuda externa bruta (en % del PIB) 6	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-21 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estad- ounidense/euro 9				
	Cuenta corriente y cuenta de capital 1	Bienes 2	Inversiones directas y de cartera 3				Nominal						
							7	8					
2011	26,0	6,8	133,9	667,1	-13,9	121,3	103,4	100,6	1,3920				
2012	137,5	98,9	26,3	689,4	-13,1	126,0	97,9	95,5	1,2848				
2012 III	44,9	30,3	-19,7	733,8	-11,9	126,0	95,9	93,7	1,2502				
IV	72,5	36,2	44,9	689,4	-13,1	126,0	97,9	95,5	1,2967				
2013 I	34,2	32,5	-13,0	687,8	-12,4	127,3	100,8	98,2	1,3206				
II	56,4	52,2	52,3	564,3	-	-	100,9	98,2	1,3062				
2013 Mar	25,2	22,9	-20,3	687,8	-	-	100,2	97,8	1,2964				
Abr	17,9	16,3	-5,3	640,0	-	-	100,5	97,8	1,3026				
May	11,6	17,3	39,5	621,4	-	-	100,6	98,0	1,2982				
Jun	26,9	18,6	18,1	564,3	-	-	101,6	98,9	1,3189				
Jul	-	-	-	588,7	-	-	101,5	98,9	1,3080				
Ago	-	-	-	-	-	-	102,2	99,5	1,3310				

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 correspondientes en esta sección.

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.

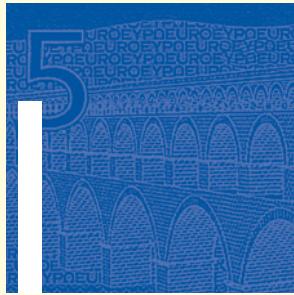
2) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.

3) 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.

4) 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.

5) Los datos se refieren al Euro-17, salvo indicación en contrario.

6) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	2 agosto 2013	9 agosto 2013	16 agosto 2013	23 agosto 2013	30 agosto 2013
Oro y derechos en oro	319.968	319.968	319.968	319.968	319.969
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	247.320	250.097	250.113	250.429	249.648
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	25.825	24.230	22.691	22.806	23.960
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	21.660	20.846	21.876	22.275	22.304
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	804.920	793.600	790.931	790.349	790.549
Operaciones principales de financiación	109.163	99.413	97.561	97.729	97.126
Operaciones de financiación a plazo más largo	695.734	693.974	693.258	692.604	693.292
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	19	212	111	15	131
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3	0	0	0	0
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	86.813	84.322	82.123	80.848	79.674
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	600.712	602.661	603.863	602.535	603.118
Valores mantenidos con fines de política monetaria	252.499	252.499	252.499	250.597	250.139
Otros valores	348.213	350.162	351.364	351.938	352.979
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	28.356	28.356	28.356	28.356	28.356
Otros activos	255.517	255.242	248.601	243.266	243.062
Total activo	2.391.090	2.379.322	2.368.521	2.360.832	2.360.639

2. Pasivo

	2 agosto 2013	9 agosto 2013	16 agosto 2013	23 agosto 2013	30 agosto 2013
Billetes en circulación	922.288	922.944	924.226	918.346	919.379
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	555.384	553.550	555.261	535.929	533.479
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	272.329	284.035	281.539	256.148	272.260
Facilidad de depósito	87.348	76.997	81.202	87.224	70.569
Depósitos a plazo	195.500	192.500	192.500	192.500	190.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	208	17	20	56	149
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	6.519	6.431	6.476	6.139	5.565
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	99.748	91.206	81.443	109.457	108.765
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	135.923	135.755	136.797	131.783	135.006
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	1.387	1.895	1.422	1.590	1.840
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	4.761	5.156	5.797	5.870	5.762
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	54.240	54.240	54.240	54.240	54.240
Otros pasivos	235.742	233.047	227.759	222.378	221.504
Cuentas de revalorización	284.680	284.680	284.680	284.680	284.680
Capital y reservas	90.418	90.419	90.419	90.419	90.419
Total pasivo	2.391.090	2.379.322	2.368.521	2.360.832	2.360.639

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	Variación				
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja					
	Nivel	Variación			Nivel	Variación	Nivel		
	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		
2013 8 May	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50		

Fuente: BCE.

- 1) 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. En el caso de 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.
- 2) 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.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían 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.
- 4) 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.
- 5) 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 subastas 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 largo³⁾

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									
2013 29 May	103.192	63	103.192	0,50	-	-	-	-	7
5 Jun	103.020	70	103.020	0,50	-	-	-	-	7
12	108.332	70	108.332	0,50	-	-	-	-	7
19	102.040	73	102.040	0,50	-	-	-	-	7
26	117.310	99	117.310	0,50	-	-	-	-	7
3 Jul	107.696	78	107.696	0,50	-	-	-	-	7
10	102.064	70	102.064	0,50	-	-	-	-	7
17	104.427	73	104.427	0,50	-	-	-	-	7
24	102.302	76	102.302	0,50	-	-	-	-	7
31	109.163	78	109.163	0,50	-	-	-	-	7
7 Ago	99.413	73	99.413	0,50	-	-	-	-	7
14	97.561	71	97.561	0,50	-	-	-	-	7
21	97.729	64	97.729	0,50	-	-	-	-	7
28	97.126	63	97.126	0,50	-	-	-	-	7
4 Sep	95.621	66	95.621	0,50	-	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo ⁵⁾									
2013 13 Mar	4.208	19	4.208	0,75	-	-	-	-	28
28	9.113	46	9.113	0,61	-	-	-	-	91
10 Abr	5.159	17	5.159	0,75	-	-	-	-	28
25	2.977	40	2.977	0,53	-	-	-	-	98
8 May	5.230	17	5.230	0,50	-	-	-	-	35
30	5.830	36	5.830	0,50	-	-	-	-	91
12 Jun	3.591	20	3.591	0,50	-	-	-	-	28
27 ⁶⁾	9.477	50	9.477	-	-	-	-	-	91
10 Jul	3.536	21	3.536	0,50	-	-	-	-	28
1 Ago ⁶⁾	2.683	43	2.683	-	-	-	-	-	91
7	3.910	24	3.910	0,50	-	-	-	-	35
29 ⁶⁾	6.823	38	6.823	-	-	-	-	-	91

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⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2013 29 May	Captación de depósitos a plazo fijo	235.125	89	197.000	-	-	0,50	0,15	0,07	7
5 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	276.043	106	197.000	-	-	0,50	0,09	0,07	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	278.426	101	195.000	-	-	0,50	0,08	0,07	7
19	Captación de depósitos a plazo fijo	251.866	102	195.000	-	-	0,50	0,08	0,07	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	215.280	83	195.000	-	-	0,50	0,45	0,18	7
3 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	239.734	91	195.000	-	-	0,50	0,13	0,09	7
10	Captación de depósitos a plazo fijo	250.588	105	195.500	-	-	0,50	0,13	0,09	7
17	Captación de depósitos a plazo fijo	239.283	102	195.500	-	-	0,50	0,12	0,10	7
24	Captación de depósitos a plazo fijo	231.318	106	195.500	-	-	0,50	0,14	0,11	7
31	Captación de depósitos a plazo fijo	229.883	112	195.500	-	-	0,50	0,20	0,13	7
7 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	269.313	123	192.500	-	-	0,50	0,13	0,11	7
14	Captación de depósitos a plazo fijo	259.301	126	192.500	-	-	0,50	0,12	0,10	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	283.979	123	192.500	-	-	0,50	0,11	0,10	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	287.539	123	190.500	-	-	0,50	0,13	0,11	7
4 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	314.840	133	190.500	-	-	0,50	0,10	0,09	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 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. 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 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 indexado a la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indexadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consultense las Notas Técnicas.

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

(mm de euros; medias de las posiciones diarias en el periodo, 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 periodo):	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
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	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4
2013 Feb	18.689,3	9.899,3	635,7	2.562,3	1.368,4	4.223,7
Mar	18.689,6	9.951,8	626,1	2.580,0	1.382,3	4.149,5
Abr	18.676,1	9.928,0	626,5	2.574,1	1.437,0	4.110,5
May	18.639,0	9.884,9	610,0	2.571,8	1.496,7	4.075,6
Jun	18.540,3	9.948,3	593,5	2.531,5	1.426,0	4.041,1

2. Reservas mantenidas

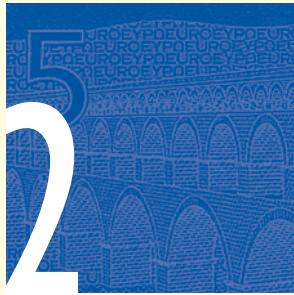
Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito		Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipo de interés de las reservas mínimas
		1	2			
2009	210,2	211,4		1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5		0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2		4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9		403,5	0,0	0,75
2013 9 Abr	104,9	346,0		241,1	0,0	0,75
7 May	104,9	322,2		217,3	0,0	0,75
11 Jun	105,3	300,3		195,0	0,0	0,50
9 Jul	105,1	286,5		181,4	0,0	0,50
6 Ago	104,5	269,6		165,1	0,0	0,50
10 Sep	104,9					

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez							Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria		
	Operaciones de política monetaria del Eurosystema							Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosystema	Otros factores (neto)					
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosystema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ³⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3			
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1			
2011	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	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0			
2013 12 Mar	655,7	130,5	843,2	0,9	269,9	145,3	205,5	880,5	78,8	187,1	403,0	1.428,8			
9 Abr	656,8	123,7	782,9	0,5	269,1	133,8	205,5	889,2	89,7	168,7	346,0	1.369,1			
7 May	657,3	113,0	749,9	0,9	265,7	114,5	204,3	897,1	82,5	166,2	322,2	1.333,8			
11 Jun	656,0	104,7	728,4	0,5	259,9	90,5	199,4	904,1	83,1	172,3	300,3	1.294,9			
9 Jul	615,9	108,8	708,0	1,3	256,4	92,1	195,0	909,3	92,5	115,1	286,5	1.287,9			
6 Ago	532,3	104,5	698,6	0,2	255,0	82,6	195,5	917,6	97,1	28,2	269,6	1.269,8			

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 grantizados (*covered bonds*) y del Programa para los Mercados de Valores del Eurosystema.
- 3) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosystema. 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														
2011	4.700,4	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	5.287,6	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,3	10,5	144,3	-	23,4	799,9	8,3	381,8
2013 I	4.675,5	2.727,4	16,9	1,2	2.709,4	747,5	590,6	24,6	132,4	-	23,9	791,7	8,2	376,7
II	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	-	23,6	665,0	8,3	388,4
2013 Abr	4.648,1	2.749,4	15,9	1,2	2.732,3	744,3	588,8	25,3	130,1	-	24,2	744,2	8,2	377,8
May	4.489,5	2.612,9	15,9	1,2	2.595,8	741,4	587,1	25,5	128,7	-	24,3	723,2	8,2	379,5
Jun	4.399,4	2.572,6	15,1	1,2	2.556,3	741,7	588,8	25,3	127,5	-	23,6	665,0	8,3	388,4
Jul ^(p)	4.364,2	2.508,6	15,0	1,2	2.492,4	737,8	586,7	25,9	125,2	-	23,9	693,9	8,3	391,6
IFM, excluido el Eurosistema														
2011	33.533,5	18.476,5	1.159,6	11.163,1	6.153,8	4.765,1	1.395,9	1.517,3	1.852,0	50,2	1.212,0	4.253,5	232,3	4.543,9
2012	32.700,4	17.995,3	1.153,4	11.044,9	5.796,9	4.901,6	1.627,0	1.423,3	1.851,4	66,8	1.227,8	4.044,3	214,6	4.250,0
2013 I	32.761,3	17.781,1	1.124,3	11.045,8	5.611,1	4.936,5	1.704,1	1.407,5	1.825,0	64,0	1.234,1	4.051,4	210,1	4.484,1
II	32.005,8	17.532,3	1.101,8	10.981,2	5.449,3	4.956,6	1.785,2	1.406,6	1.764,8	50,9	1.246,3	4.000,5	209,5	4.009,6
2013 Abr	32.913,0	17.745,4	1.135,1	11.012,1	5.598,1	4.952,0	1.720,4	1.414,3	1.817,3	56,5	1.260,1	4.075,7	210,0	4.613,4
May	32.479,9	17.587,0	1.109,4	10.993,0	5.484,5	4.983,1	1.766,4	1.421,1	1.795,6	59,2	1.269,2	4.073,9	208,9	4.298,7
Jun	32.005,8	17.532,3	1.101,8	10.981,2	5.449,3	4.956,6	1.785,2	1.406,6	1.764,8	50,9	1.246,3	4.000,5	209,5	4.009,6
Jul ^(p)	31.677,7	17.428,2	1.105,3	10.897,6	5.425,3	4.911,9	1.752,6	1.406,3	1.753,0	52,1	1.249,7	3.929,3	210,1	3.896,5

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾		
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM							
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema													
2011	4.700,4	913,6	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,3	284,3	412,2		
2012	5.287,6	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,1	298,7	452,4		
2013 I	4.675,5	921,9	2.500,3	93,4	38,0	2.368,9	-	0,0	539,6	268,2	445,5		
II	4.399,4	936,8	2.350,7	107,9	45,7	2.197,1	-	0,0	421,4	241,3	449,3		
2013 Abr	4.648,1	927,1	2.510,1	71,8	66,5	2.371,8	-	0,0	500,6	264,9	445,4		
May	4.489,5	931,0	2.378,0	97,4	57,7	2.222,8	-	0,0	483,9	251,8	444,9		
Jun	4.399,4	936,8	2.350,7	107,9	45,7	2.197,1	-	0,0	421,4	241,3	449,3		
Jul ^(p)	4.364,2	944,3	2.281,6	114,7	50,6	2.116,3	-	0,0	449,5	232,9	455,8		
IFM, excluido el Eurosistema													
2011	33.533,5	-	17.312,0	195,5	10.752,1	6.364,4	570,6	5.008,2	2.230,8	3.803,4	4.608,3		
2012	32.700,4	-	17.204,1	170,8	10.871,5	6.161,9	534,7	4.849,2	2.345,7	3.489,6	4.277,0		
2013 I	32.761,3	-	17.120,4	209,0	11.018,2	5.893,3	523,6	4.733,2	2.349,8	3.525,1	4.509,1		
II	32.005,8	-	17.076,4	236,7	11.086,3	5.753,5	485,3	4.590,9	2.394,2	3.402,2	4.056,7		
2013 Abr	32.913,0	-	17.102,9	180,0	11.008,6	5.914,4	515,5	4.695,2	2.360,0	3.562,5	4.676,8		
May	32.479,9	-	17.062,2	216,8	11.037,8	5.807,5	514,9	4.646,1	2.378,8	3.498,0	4.380,0		
Jun	32.005,8	-	17.076,4	236,7	11.086,3	5.753,5	485,3	4.590,9	2.394,2	3.402,2	4.056,7		
Jul ^(p)	31.677,7	-	16.952,1	203,9	11.006,4	5.741,9	485,5	4.537,9	2.406,7	3.346,4	3.949,1		

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											
2011	26.718,7	12.341,7	1.177,6	11.164,1	3.480,2	1.952,8	1.527,4	741,0	5.032,7	240,4	4.882,7
2012	26.249,7	12.216,2	1.170,3	11.045,9	3.629,0	2.195,3	1.433,7	767,0	4.844,2	222,9	4.570,4
2013 I	26.567,4	12.188,1	1.141,2	11.046,9	3.726,7	2.294,7	1.432,0	784,7	4.843,2	218,2	4.806,5
II	25.928,0	12.099,3	1.116,9	10.982,4	3.805,9	2.374,0	1.431,9	792,5	4.665,5	217,7	4.347,1
2013 Abr	26.705,6	12.164,4	1.151,1	11.013,3	3.748,8	2.309,2	1.439,7	815,4	4.820,0	218,2	4.938,8
May	26.371,0	12.119,6	1.125,4	10.994,2	3.800,2	2.353,5	1.446,7	810,3	4.797,1	217,1	4.626,8
Jun	25.928,0	12.099,3	1.116,9	10.982,4	3.805,9	2.374,0	1.431,9	792,5	4.665,5	217,7	4.347,1
Jul ^(p)	25.654,2	12.019,0	1.120,3	10.898,7	3.771,4	2.339,2	1.432,2	785,5	4.623,2	218,4	4.236,6
Operaciones											
2011	993,1	60,3	-55,6	115,9	127,7	151,8	-24,1	-29,9	-37,2	7,8	864,3
2012	86,2	-36,9	-4,7	-32,2	113,0	183,6	-70,5	38,6	-153,2	-14,0	138,6
2013 I	-73,7	-8,0	-29,6	21,6	98,6	100,1	-1,5	18,4	7,9	-3,5	-187,1
II	-442,7	-67,3	-23,6	-43,7	80,7	79,9	0,8	8,1	-0,4	-0,3	-463,6
2013 Abr	204,2	-13,9	10,0	-23,9	-1,9	-8,8	7,0	27,0	61,1	0,1	131,8
May	-304,2	-41,5	-25,6	-15,9	59,5	52,0	7,4	-5,7	-2,5	-1,0	-313,0
Jun	-342,6	-11,8	-8,0	-3,9	23,1	36,7	-13,6	-13,2	-59,0	0,7	-282,5
Jul ^(p)	-274,9	-73,9	2,3	-76,3	-37,4	-38,3	0,9	-10,9	-41,8	0,7	-111,6

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2011	26.718,7	857,5	259,3	10.764,3	520,4	3.006,1	2.220,8	4.087,7	5.020,5	-17,9
2012	26.249,7	876,8	252,1	10.936,0	467,9	2.853,5	2.397,7	3.788,3	4.729,4	-52,0
2013 I	26.567,4	867,5	302,4	11.056,2	459,6	2.775,9	2.416,1	3.793,3	4.954,6	-58,3
II	25.928,0	885,9	344,6	11.132,0	434,4	2.698,6	2.338,2	3.643,5	4.506,0	-55,1
2013 Abr	26.705,6	874,7	251,7	11.075,1	459,1	2.747,8	2.391,8	3.827,4	5.122,2	-44,3
May	26.371,0	879,6	314,3	11.095,5	455,6	2.721,8	2.379,5	3.749,8	4.824,9	-50,0
Jun	25.928,0	885,9	344,6	11.132,0	434,4	2.698,6	2.338,2	3.643,5	4.506,0	-55,1
Jul ^(p)	25.654,2	892,8	318,6	11.057,0	433,4	2.659,6	2.368,0	3.579,3	4.405,0	-59,5
Operaciones										
2011	993,1	49,1	-0,8	168,1	-29,0	49,9	141,4	-200,0	860,6	-46,1
2012	86,2	19,5	-5,1	187,3	-18,2	-124,6	155,5	-253,6	147,8	-22,4
2013 I	-73,7	-9,3	50,3	114,6	7,6	-65,8	25,5	-25,7	-174,4	3,4
II	-442,7	18,4	42,2	83,7	-24,9	-65,3	54,6	-110,6	-436,7	-4,1
2013 Abr	204,2	7,2	-50,7	24,8	-0,5	-15,0	3,8	63,4	158,6	12,6
May	-304,2	4,9	62,6	19,7	-3,4	-26,8	12,2	-77,8	-288,4	-7,1
Jun	-342,6	6,3	30,3	39,2	-21,1	-23,5	38,7	-96,2	-306,8	-9,5
Jul ^(p)	-274,9	6,9	-26,1	-71,0	-1,0	-33,0	-0,6	-37,8	-108,0	-4,3

Fuente: BCE.

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

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

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

4) 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 monetarios²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro ³⁾			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾						
	M2		M3-M2					5	6	7	8	9	10				
	M1	M2-M1	3	4													
Saldos vivos																	
2011	4.803,1	3.802,6	8.605,6	894,1	9.499,8	-	7.680,6	3.165,2	13.283,4	11.016,6	-	929,1					
2012	5.105,4	3.884,9	8.990,3	792,5	9.782,9	-	7.570,9	3.406,1	13.058,2	10.858,9	-	1.038,6					
2013 I	5.204,1	3.885,8	9.089,8	718,8	9.808,6	-	7.564,0	3.430,6	13.049,9	10.833,2	-	1.062,8					
II	5.255,9	3.874,7	9.130,6	683,5	9.814,1	-	7.388,4	3.455,3	12.936,2	10.705,3	-	1.011,0					
2013 Abr	5.233,4	3.878,0	9.111,4	710,2	9.821,6	-	7.501,8	3.450,4	13.008,2	10.795,2	-	1.023,7					
May	5.283,8	3.862,8	9.146,6	702,0	9.848,6	-	7.477,9	3.466,6	12.988,7	10.758,6	-	1.068,2					
Jun	5.255,9	3.874,7	9.130,6	683,5	9.814,1	-	7.388,4	3.455,3	12.936,2	10.705,3	-	1.011,0					
Jul ^(p)	5.304,3	3.866,6	9.170,9	690,7	9.861,6	-	7.374,9	3.448,6	12.881,2	10.651,9	-	1.043,6					
Operaciones																	
2011	89,5	70,3	159,8	-7,5	152,3	-	211,6	95,8	48,9	103,7	130,3	162,3					
2012	307,6	78,7	386,3	-55,3	330,9	-	-117,0	184,5	-102,1	-69,9	-15,9	98,9					
2013 I	95,3	0,5	95,8	-45,0	50,8	-	-2,2	24,8	13,1	-5,1	0,7	63,9					
II	56,9	-11,5	45,4	-35,1	10,2	-	-27,6	25,8	-91,5	-107,1	-99,2	86,3					
2013 Abr	32,8	-6,7	26,1	-7,7	18,4	-	-20,3	-3,3	-36,2	-28,3	-28,2	16,0					
May	50,9	-15,4	35,5	-9,0	26,5	-	-0,2	23,9	-16,4	-33,4	-27,3	65,0					
Jun	-26,8	10,6	-16,2	-18,4	-34,7	-	-7,1	5,2	-38,9	-45,4	-43,7	5,3					
Jul ^(p)	50,0	-6,7	43,3	6,2	49,5	-	-35,9	-11,2	-51,0	-46,0	-37,9	6,8					
Tasas de crecimiento																	
2011	1,9	1,9	1,9	-0,9	1,6	1,7	2,9	3,2	0,4	0,9	1,2	162,3					
2012	6,4	2,1	4,5	-6,5	3,5	3,6	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	98,9					
2013 I	7,1	0,5	4,2	-13,9	2,5	2,9	-1,2	3,5	-0,9	-0,7	-0,3	180,0					
II	7,5	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	284,9					
2013 Abr	8,7	0,1	4,9	-13,8	3,2	2,9	-1,4	3,5	-0,9	-0,9	-0,5	208,0					
May	8,4	-0,1	4,7	-15,6	2,9	2,8	-0,9	3,3	-1,0	-1,1	-0,7	269,5					
Jun	7,5	0,1	4,3	-17,0	2,4	2,5	-0,9	2,7	-1,1	-1,6	-1,0	284,9					
Jul ^(p)	7,1	0,0	4,0	-16,6	2,2	-	-0,9	2,2	-1,2	-1,9	-1,4	271,5					

G1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

M1
M3



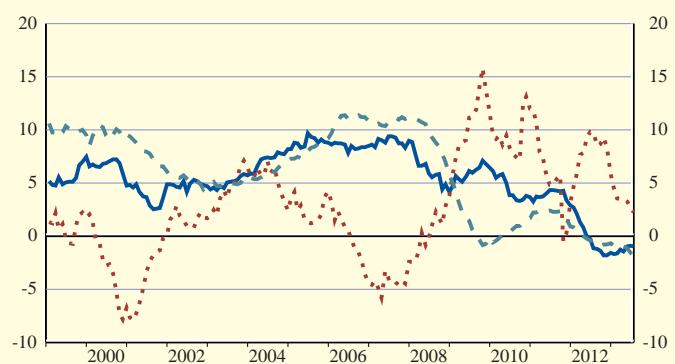
Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes en la zona del euro distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- Excluye 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.

G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

Pasivos financieros a más largo plazo
Crédito a las AAPP
Crédito a otros 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 periodo; operaciones realizadas en el período)

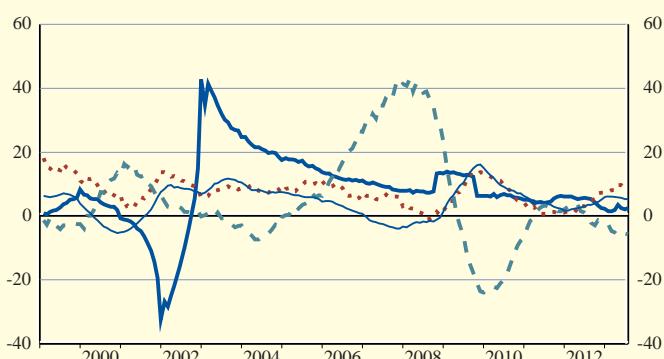
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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											
2011	844,2	3.958,9	1.841,6	1.961,0	147,4	536,8	209,9	2.815,7	115,3	2.543,5	2.206,1
2012	864,0	4.241,4	1.805,4	2.079,5	124,8	482,2	185,5	2.688,2	106,0	2.394,5	2.382,2
2013 I	869,1	4.334,9	1.784,3	2.101,5	122,2	458,7	137,9	2.632,1	100,8	2.408,5	2.422,5
II	879,3	4.376,6	1.751,9	2.122,8	116,9	436,6	130,0	2.561,9	96,6	2.399,4	2.330,5
2013 Abr	880,0	4.353,3	1.767,3	2.110,7	121,7	451,6	136,8	2.598,9	99,5	2.395,5	2.407,9
May	879,6	4.404,2	1.744,0	2.118,8	122,3	446,3	133,4	2.580,5	97,6	2.407,2	2.392,5
Jun	879,3	4.376,6	1.751,9	2.122,8	116,9	436,6	130,0	2.561,9	96,6	2.399,4	2.330,5
Jul ^(p)	884,3	4.420,0	1.736,8	2.129,8	121,3	434,0	135,5	2.513,0	95,7	2.403,6	2.362,6
Operaciones											
2011	49,2	40,4	36,9	33,4	-16,7	-29,7	38,9	18,0	-2,5	55,9	140,2
2012	20,0	287,6	-35,8	114,5	-17,0	-20,0	-18,3	-105,3	-10,2	-156,1	154,7
2013 I	5,1	90,2	-21,5	22,0	-2,8	-7,6	-34,5	-56,7	-5,2	12,3	47,3
II	10,1	46,8	-32,9	21,4	-5,1	-21,8	-8,2	-58,0	-4,2	-6,1	40,7
2013 Abr	10,9	21,9	-16,0	9,3	-0,3	-6,9	-0,5	-20,8	-1,3	-12,0	13,8
May	-0,4	51,4	-23,4	8,0	0,6	-5,3	-4,3	-18,3	-1,9	10,7	9,2
Jun	-0,3	-26,5	6,6	4,0	-5,4	-9,6	-3,4	-18,9	-1,0	-4,8	17,6
Jul ^(p)	5,0	44,9	-14,3	7,6	4,5	-2,5	4,1	-41,6	-1,0	5,0	1,7
Tasas de crecimiento											
2011	6,2	1,0	2,1	1,7	-9,7	-5,1	29,0	0,7	-2,1	2,3	6,9
2012	2,4	7,3	-1,9	5,8	-11,6	-4,0	-9,5	-3,8	-8,8	-6,1	6,9
2013 I	1,9	8,2	-5,2	5,9	-7,8	-6,7	-33,9	-4,2	-11,7	-5,0	7,0
II	2,1	8,7	-5,6	5,4	-9,3	-11,5	-34,9	-4,8	-14,8	-3,2	6,8
2013 Abr	3,4	9,8	-6,1	5,9	-6,8	-8,5	-31,0	-4,6	-13,3	-5,1	6,9
May	2,6	9,7	-6,3	5,7	-6,0	-11,3	-32,3	-4,4	-14,4	-3,6	6,7
Jun	2,1	8,7	-5,6	5,4	-9,3	-11,5	-34,9	-4,8	-14,8	-3,2	6,8
Jul ^(p)	2,4	8,1	-5,7	5,3	-6,5	-11,4	-34,9	-6,3	-14,9	-1,0	6,0

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- - - Depósitos a plazo hasta 2 años
- Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

- Valores distintos de acciones a más de 2 años
- Depósitos a plazo a más de 2 años
- - - Capital y reservas



Fuente: BCE.

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

2) Excluye las cesiones temporales realizadas 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			Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total			Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
					Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones ⁴⁾	5	6				Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones ⁴⁾	8	9			
Saldos vivos																
2011	91,0	969,6	4.723,7	-	1.147,7	860,7	2.715,2	5.232,3	-	626,2	3.777,2	828,9				
2012	88,9	981,7	4.545,6	-	1.134,8	795,9	2.614,9	5.242,7	-	602,0	3.824,1	816,5				
2013 I	92,5	978,5	4.511,7	-	1.137,6	778,5	2.595,5	5.250,5	-	593,2	3.843,1	814,1				
II	93,4	929,3	4.447,9	-	1.111,6	770,0	2.566,3	5.234,7	-	586,5	3.840,0	808,1				
2013 Abr	95,4	961,9	4.489,1	-	1.130,1	772,2	2.586,8	5.248,8	-	592,4	3.842,5	813,9				
May	93,1	955,8	4.468,9	-	1.116,0	774,3	2.578,6	5.240,8	-	591,2	3.838,2	811,5				
Jun	93,4	929,3	4.447,9	-	1.111,6	770,0	2.566,3	5.234,7	-	586,5	3.840,0	808,1				
Jul ^(p)	95,7	903,5	4.424,0	-	1.094,6	772,0	2.557,4	5.228,7	-	587,7	3.830,8	810,2				
Operaciones																
2011	1,3	-37,1	58,0	63,9	24,0	-22,9	56,8	81,6	102,3	-11,6	85,7	7,4				
2012	-2,0	13,2	-106,8	-61,2	7,1	-51,3	-62,6	25,7	34,3	-17,8	48,2	-4,8				
2013 I	3,6	-3,4	-14,9	-5,4	7,3	-13,6	-8,6	9,7	4,3	-6,7	17,3	-0,9				
II	0,9	-49,4	-47,6	-48,0	-24,7	-5,7	-17,2	-11,0	-2,6	-5,3	-1,3	-4,5				
2013 Abr	2,9	-15,0	-17,6	-18,2	-8,3	-4,8	-4,5	1,4	2,1	0,2	0,6	0,6				
May	-2,3	-5,8	-17,5	-18,0	-13,4	2,1	-6,1	-7,7	-1,2	-1,7	-3,3	-2,7				
Jun	0,4	-28,6	-12,5	-11,8	-3,0	-3,0	-6,6	-4,6	-3,5	-3,8	1,4	-2,3				
Jul ^(p)	2,3	-24,2	-19,4	-21,1	-15,3	2,8	-6,9	-4,8	4,8	1,7	-9,0	2,5				
Tasas de crecimiento																
2011	1,5	-3,8	1,2	1,4	2,1	-2,6	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9				
2012	-2,2	1,3	-2,3	-1,3	0,6	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,9	1,3	-0,6				
2013 I	6,2	0,6	-2,4	-1,3	1,7	-6,3	-2,9	0,4	0,3	-3,5	1,3	-0,9				
II	11,3	-3,2	-3,2	-2,3	-1,8	-6,2	-2,9	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,2				
2013 Abr	16,0	0,6	-3,0	-1,9	-0,6	-6,7	-2,8	0,4	0,3	-3,2	1,2	-0,8				
May	12,0	0,3	-3,1	-2,1	-1,4	-6,3	-2,9	0,2	0,3	-3,6	1,0	-1,0				
Jun	11,3	-3,2	-3,2	-2,3	-1,8	-6,2	-2,9	0,0	0,3	-3,6	0,8	-1,2				
Jul ^(p)	14,4	-5,5	-3,7	-2,8	-4,0	-5,5	-3,0	0,1	0,3	-2,6	0,7	-0,8				

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

- Otros intermediarios financieros ²⁾
- Sociedades no financieras



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 realizadas 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.

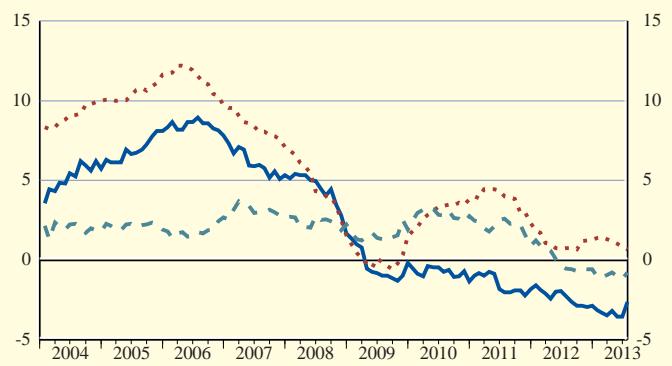
3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

G6 Préstamos a hogares ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



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	Adquisiciones temporales a través de ECC	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
Saldos vivos													
2012	81,6	64,2	4,5	12,9	1.169,7	196,2	599,7	229,5	340,5	4.541,1	1.126,4	794,7	2.620,0
2013 I II	91,5 94,7	75,4 78,7	3,9 3,8	12,2 12,2	1.203,9 1.188,3	234,9 252,6	630,6 628,4	219,6 218,7	353,7 341,2	4.510,0 4.456,8	1.138,7 1.121,1	778,9 770,9	2.592,4 2.564,8
2013 May Jun Jul ^(p)	94,8 94,7 97,2	78,8 78,7 81,3	3,8 3,8 3,6	12,1 12,2 12,3	1.195,9 1.188,3 1.133,1	238,1 252,6 223,0	629,7 628,4 580,1	219,4 218,7 216,6	346,9 341,2 336,4	4.470,8 4.456,8 4.434,3	1.120,0 1.121,1 1.100,5	776,0 770,9 773,0	2.574,7 2.564,8 2.560,7
Operaciones													
2012	-1,7	0,6	-1,8	-0,5	52,0	38,7	21,2	13,1	17,7	-107,7	6,4	-51,4	-62,7
2013 I II	9,9 3,3	11,2 3,3	-0,6 -0,1	-0,7 0,1	33,9 -15,9	38,6 17,8	30,8 -1,1	-4,8 -2,9	7,9 -12,0	-12,1 -37,0	16,8 -16,1	-12,1 -5,1	-16,8 -15,7
2013 May Jun Jul ^(p)	0,3 -0,1 2,5	0,5 -0,1 2,6	-0,2 -0,1 -0,1	0,1 0,1 0,1	3,5 -9,8 -53,5	10,2 14,5 -29,7	6,0 -1,2 -47,6	-1,4 -2,9 0,9	-1,1 -5,7 -6,8	-13,8 -5,5 -18,0	-12,0 2,6 -18,8	3,2 -3,8 2,9	-5,0 -4,3 -2,0
Tasas de crecimiento													
2012	-2,0	0,9	-28,6	-3,5	4,6	24,7	3,6	6,1	5,5	-2,3	0,6	-6,0	-2,3
2013 I II	6,1 11,1	11,7 16,7	-27,3 -29,4	-8,8 -2,2	4,6 3,9	25,7 42,7	6,6 8,8	0,3 -0,7	4,1 -1,5	-2,4 -3,2	1,7 -1,8	-6,3 -6,2	-2,9 -2,9
2013 May Jun Jul ^(p)	11,9 11,1 14,3	19,5 16,7 20,2	-29,8 -29,4 -26,7	-8,6 -2,2 -1,4	5,2 3,9 -3,3	31,6 42,7 6,4	9,2 8,8 -4,6	1,8 -0,7 0,3	0,6 -1,5 -3,2	-3,1 -3,2 -3,7	-1,3 -1,8 -4,1	-6,3 -6,2 -5,5	-2,9 -2,9 -3,0

2. Préstamos a hogares³⁾

	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
Saldos vivos														
2012	5.252,6	604,3	136,4	175,2	292,7	3.830,9	14,4	56,6	3.759,9	817,4	419,4	139,8	80,7	596,9
2013 I II	5.240,4 5.241,5	590,9 589,6	130,0 131,0	172,2 171,3	288,7 287,3	3.837,9 3.838,5	13,5 13,7	56,0 55,7	3.768,4 3.769,2	811,5 813,4	415,1 414,0	139,2 144,7	78,5 78,5	593,8 590,2
2013 May Jun Jul ^(p)	5.231,5 5.241,5 5.233,0	590,2 589,6 589,1	129,3 131,0 129,6	173,0 171,3 171,8	287,9 287,3 287,6	3.831,3 3.838,5 3.834,6	13,6 13,7 12,7	55,9 55,7 56,1	3.761,9 3.769,2 3.765,8	810,0 813,4 809,4	414,5 414,0 413,3	137,7 144,7 141,9	79,1 78,5 78,7	593,2 590,2 588,8
Operaciones														
2012	25,1	-17,8	-3,2	-6,2	-8,4	47,8	0,2	0,2	47,4	-4,9	-5,7	-0,3	-6,9	2,3
2013 I II	-10,1 5,9	-11,2 0,1	-5,0 1,7	-3,5 -1,0	-2,7 -0,6	5,5 2,4	-0,6 0,2	-0,9 -0,3	6,9 2,5	-4,4 3,5	-4,2 -2,0	-0,8 3,7	-1,9 0,1	-1,6 -0,3
2013 May Jun Jul ^(p)	-5,9 11,5 -7,3	-1,3 0,2 0,1	-0,8 1,9 -1,2	0,0 -1,4 0,3	-0,5 -0,3 0,9	-4,0 6,8 -3,7	0,0 0,1 -0,9	-0,1 -0,2 0,4	-3,9 6,9 -3,2	-0,6 4,5 -3,7	-0,3 -0,5 -0,7	-2,3 6,6 -2,9	0,1 0,1 0,2	1,5 -2,2 -0,9
Tasas de crecimiento														
2012	0,5	-2,8	-2,2	-3,4	-2,8	1,3	1,3	0,3	1,3	-0,6	-1,4	-0,3	-7,8	0,4
2013 I II	0,4 0,0	-3,5 -3,6	-2,7 -2,2	-4,2 -5,0	-3,4 -3,3	1,3 0,8	0,0 -0,1	-1,4 -2,1	1,4 0,9	-0,9 -1,2	-1,8 -1,7	-0,7 -1,1	-8,4 -7,2	0,1 -0,3
2013 May Jun Jul ^(p)	0,2 0,0 0,1	-3,5 -3,6 -2,7	-3,4 -2,2 -2,5	-4,0 -5,0 -4,2	-3,3 -3,3 -1,8	1,0 0,8 0,7	0,0 -0,1 -7,8	-2,0 -2,1 -2,1	1,1 0,9 0,8	-1,0 -1,2 -0,8	-1,6 -1,7 -1,5	-2,1 -1,1 0,3	-7,9 -7,2 -5,5	0,2 -0,3 -0,4

Fuente: BCE.

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

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

3) 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										
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.021,6	2.022,7	998,9	62,4	936,4
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.866,9	1.908,0	958,8	60,7	898,1
2012 III	1.163,0	341,4	231,5	564,0	26,2	3.006,3	1.988,5	1.017,8	59,7	958,1
IV	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.866,9	1.908,0	958,8	60,7	898,1
2013 I	1.124,3	312,4	217,0	568,8	26,0	2.890,1	1.891,3	998,8	60,0	938,8
II ^(p)	1.101,8	290,3	218,1	565,1	28,0	2.875,9	1.895,0	979,8	58,0	921,8
Operaciones										
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,3	15,6	-26,2	41,6	13,0	28,7
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-130,3	-102,3	-28,0	-1,0	-27,0
2012 III	-7,9	1,8	-9,5	-1,3	1,1	-54,9	-59,9	5,0	2,3	2,7
IV	-9,5	0,6	-9,9	1,9	-2,1	-103,4	-57,4	-45,9	1,9	-47,8
2013 I	-29,5	-29,5	-4,5	2,5	1,9	11,2	-26,3	37,5	-1,0	38,6
II ^(p)	-22,1	-21,8	1,1	-3,7	2,0	17,7	24,7	-8,1	-1,3	-6,8
Tasas de crecimiento										
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9
2012 III	1,7	0,0	2,8	2,1	6,9	-5,6	-7,1	-2,6	-7,0	-2,3
IV	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-5,0	-2,8	-1,8	-2,9
2013 I	-1,1	-2,4	-3,5	0,2	8,3	-5,2	-7,2	-1,4	0,1	-1,4
II ^(p)	-5,9	-14,4	-9,5	-0,1	11,5	-4,2	-5,8	-1,1	3,1	-1,4

G7 Préstamos a las AAPP²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

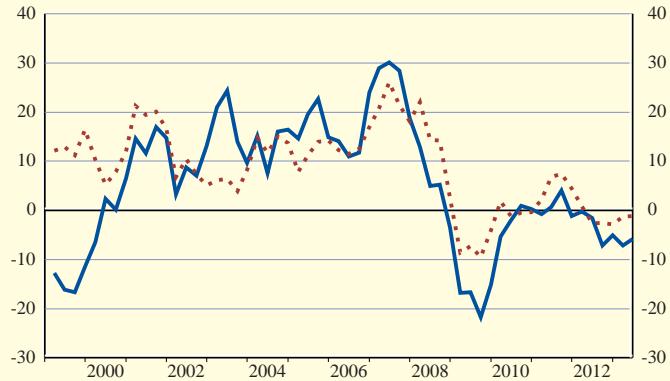
— Administración Central
- - - Otras AAPP



G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

— Bancos no residentes
- - - No bancos no residentes



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)

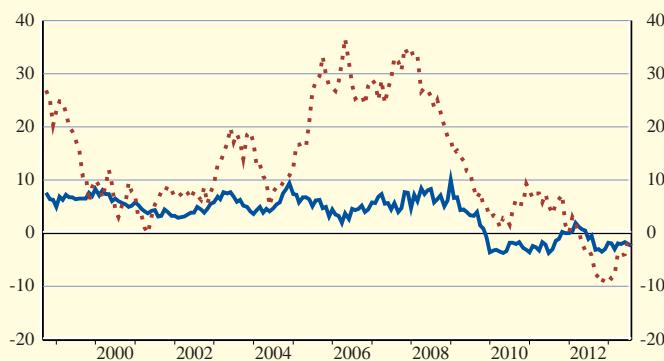
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones						Otros intermediarios financieros						Cesiones temporales A través de contrapartida central		
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso			
			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															
2011	703,8	91,9	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.221,0	390,0	284,9	1.190,7	14,7	0,5	340,2	260,0
2012	692,0	107,1	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.015,7	410,3	236,6	1.020,7	13,6	0,3	334,4	256,7
2013 I	697,5	114,3	83,3	480,3	7,9	0,3	11,5	2.109,4	442,2	237,8	1.014,8	15,0	0,2	399,3	314,1
II	678,8	104,2	79,5	477,9	7,9	0,3	9,0	2.122,4	455,5	230,7	992,8	16,9	0,2	426,3	343,4
2013 Abr	702,7	119,1	83,0	478,7	8,1	0,3	13,6	2.083,5	447,6	231,2	1.003,1	15,8	0,2	385,6	299,8
May	696,5	112,6	82,6	481,3	8,3	0,3	11,6	2.085,2	443,9	231,8	996,5	15,4	0,2	397,3	310,2
Jun	678,8	104,2	79,5	477,9	7,9	0,3	9,0	2.122,4	455,5	230,7	992,8	16,9	0,2	426,3	343,4
Jul ^(p)	683,5	109,0	80,4	475,0	8,3	0,3	10,5	2.049,2	435,3	233,1	986,2	17,5	0,2	376,9	287,1
Operaciones															
2011	0,0	11,5	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	2,4	28,8	-29,2	5,7	-2,6	0,1	-0,4	5,5
2012	-12,0	15,7	2,6	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-177,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	17,2	13,3
2013 I	6,9	8,1	1,9	-4,3	1,5	0,1	-0,4	88,8	29,0	0,8	-6,6	1,5	-0,1	64,1	57,3
II	-18,7	-10,0	-4,3	-2,0	0,0	0,0	-2,5	15,7	14,9	-7,0	-21,2	1,8	0,0	27,2	29,4
2013 Abr	5,3	4,9	-0,4	1,6	0,2	0,0	2,1	-23,7	6,1	-6,3	-10,7	0,7	0,0	13,6	-14,2
May	-6,3	-6,5	-0,5	2,6	0,1	0,0	-2,0	0,8	-3,3	0,3	-7,6	-0,4	0,0	11,8	10,4
Jun	-17,8	-8,3	-3,4	-3,0	-0,3	0,0	-2,6	38,6	12,1	-1,1	-2,9	1,5	0,0	29,0	33,2
Jul ^(p)	4,9	4,9	1,0	-2,9	0,3	0,0	1,6	-71,5	-19,4	2,5	-5,8	0,6	0,0	-49,3	-56,2
Tasas de crecimiento															
2011	0,0	14,1	5,6	-2,7	43,3	-	-13,1	0,2	8,1	-9,3	0,4	-10,0	-	-0,2	2,1
2012	-1,7	17,1	3,4	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,1	6,0	-17,4	-14,0	-14,0	-	4,3	4,2
2013 I	-1,8	17,7	-2,4	-4,9	65,3	-	-40,0	-3,7	5,1	-11,4	-11,5	-9,6	-	17,2	20,3
II	-1,9	6,6	1,3	-4,4	27,2	-	-8,2	-1,2	12,1	-9,0	-9,1	12,4	-	11,5	16,3
2013 Abr	-2,0	14,0	-3,2	-5,1	62,2	-	-27,7	-4,2	10,7	-14,9	-11,8	-4,0	-	11,3	14,0
May	-1,6	10,0	-2,2	-4,2	43,0	-	-13,9	-3,9	7,9	-12,7	-9,8	-0,9	-	6,4	7,4
Jun	-1,9	6,6	1,3	-4,4	27,2	-	-8,2	-1,2	12,1	-9,0	-9,1	12,4	-	11,5	16,3
Jul ^(p)	-2,4	3,9	-0,6	-4,6	26,6	-	5,1	-2,2	4,7	-5,3	-4,8	28,5	-	-2,1	-2,6

G9 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

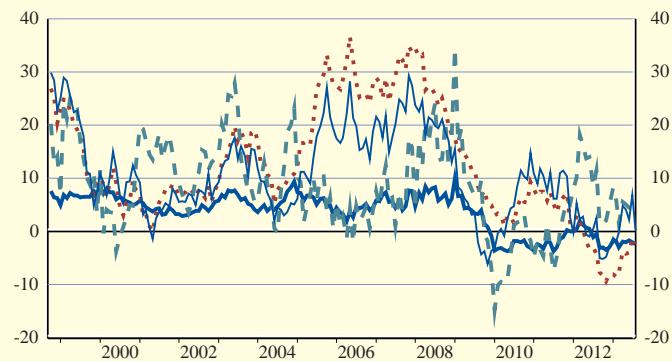
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- ... Otros intermediarios financieros (total)



G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

4) 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)

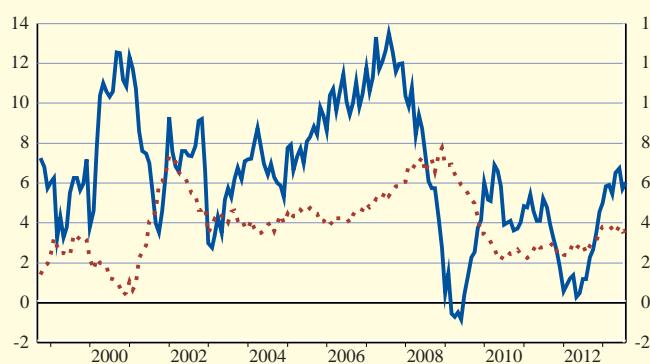
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	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														
2011	1.686,9	1.054,3	444,3	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,1	723,7	1.837,1	106,7	22,7
2012	1.766,4	1.153,1	408,3	106,8	85,4	2,0	10,9	6.119,1	2.346,5	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013 I	1.753,4	1.128,2	409,7	110,8	91,8	1,7	11,2	6.166,3	2.377,3	966,0	758,1	1.963,5	93,1	8,3
II	1.764,8	1.154,2	389,7	116,2	92,4	1,7	10,6	6.209,9	2.446,4	928,9	770,3	1.970,0	88,2	6,1
2013 Abr	1.754,2	1.131,7	404,5	112,9	92,2	1,5	11,2	6.176,3	2.395,5	952,0	762,6	1.967,9	91,5	7,0
May	1.764,3	1.149,2	392,0	115,6	92,6	1,6	13,2	6.188,0	2.410,0	942,5	768,7	1.970,7	89,4	6,7
Jun	1.764,8	1.154,2	389,7	116,2	92,4	1,7	10,6	6.209,9	2.446,4	928,9	770,3	1.970,0	88,2	6,1
Jul ^(p)	1.763,3	1.148,2	392,3	117,3	93,3	1,9	10,3	6.212,3	2.451,6	916,6	779,2	1.971,0	87,1	6,9
Operaciones														
2011	9,5	10,0	-4,6	8,8	-5,0	0,4	-0,2	139,0	7,4	42,4	55,3	43,6	-2,6	-7,0
2012	84,5	101,9	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,8	90,4	33,7	21,8	100,7	-9,6	-12,3
2013 I	-13,5	-25,6	1,6	4,2	6,4	-0,3	0,2	46,6	30,7	-12,5	9,5	26,0	-4,9	-2,1
II	14,9	28,7	-20,4	6,6	0,6	0,0	-0,5	45,3	69,7	-36,7	12,9	6,6	-4,9	-2,2
2013 Abr	3,4	5,7	-4,8	2,2	0,5	-0,1	0,1	11,0	18,7	-13,7	4,5	4,5	-1,6	-1,3
May	10,4	17,5	-12,2	2,7	0,4	0,1	2,0	11,6	14,5	-9,4	6,1	2,8	-2,1	-0,2
Jun	1,0	5,5	-3,4	1,7	-0,2	0,0	-2,6	22,7	36,4	-13,5	2,3	-0,7	-1,2	-0,7
Jul ^(p)	0,0	-5,5	2,9	1,1	1,4	0,2	-0,2	3,1	5,5	-12,0	8,8	1,2	-1,1	0,8
Tasas de crecimiento														
2011	0,6	1,0	-1,0	10,0	-6,5	28,9	-3,4	2,4	0,3	4,7	8,3	2,4	-2,4	-23,6
2012	5,0	9,7	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013 I	5,5	9,8	-7,5	12,9	16,4	-22,8	-11,8	3,7	6,9	-2,6	2,4	5,2	-11,7	-58,3
II	5,7	8,8	-5,2	15,9	10,6	-4,2	-12,8	3,5	7,0	-3,9	3,2	4,9	-15,4	-57,7
2013 Abr	6,5	11,0	-6,5	13,3	15,8	-15,5	-12,1	3,5	6,7	-3,4	2,4	5,3	-13,4	-60,2
May	6,7	10,8	-6,1	15,4	12,5	-5,5	-3,6	3,8	7,5	-3,4	3,0	5,2	-15,0	-58,3
Jun	5,7	8,8	-5,2	15,9	10,6	-4,2	-12,8	3,5	7,0	-3,9	3,2	4,9	-15,4	-57,7
Jul ^(p)	6,0	8,6	-3,5	13,6	12,9	22,3	-13,3	3,6	7,6	-5,2	4,2	4,6	-16,0	-50,8

G11 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

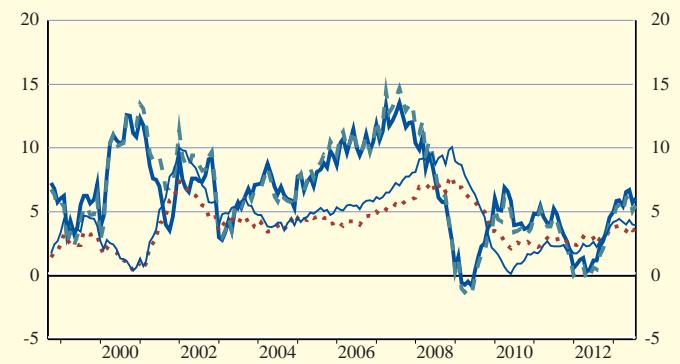
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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

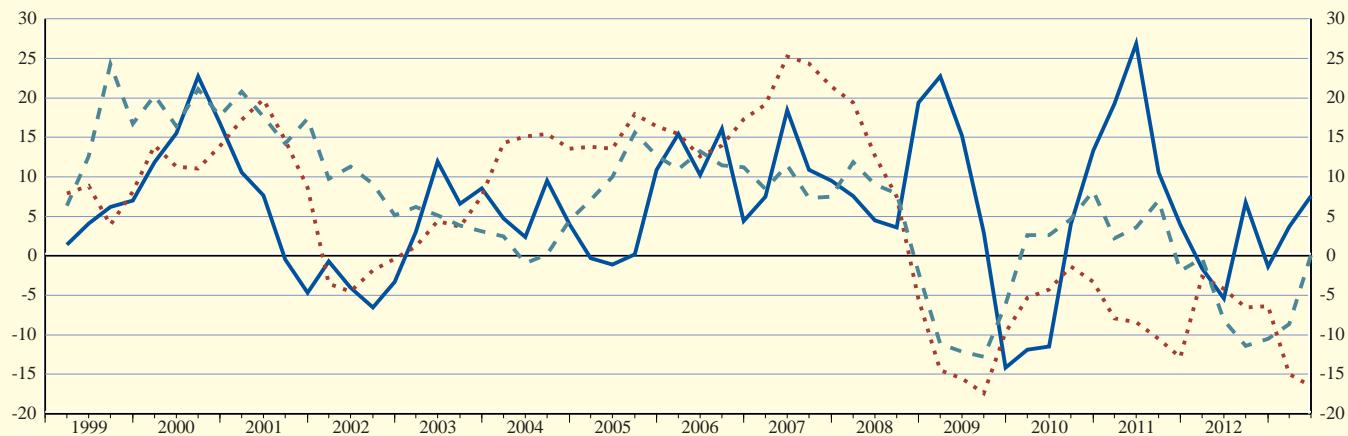
3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro

	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										
2011	442,0	195,5	48,6	112,6	85,4	3.153,6	2.175,0	978,6	44,3	934,3	
2012	449,1	170,8	62,8	111,7	103,8	2.892,3	2.013,9	878,3	38,7	839,6	
2012 III	510,1	202,6	93,1	111,3	103,1	3.131,0	2.176,6	954,4	42,5	912,0	
IV	449,1	170,8	62,8	111,7	103,8	2.892,3	2.013,9	878,3	38,7	839,6	
2013 I	500,6	209,0	67,2	111,8	112,6	2.901,9	1.987,0	914,8	36,5	878,3	
II ^(p)	547,1	236,7	70,9	115,2	124,5	2.803,9	1.870,6	933,3	34,4	899,0	
	Operaciones										
2011	17,1	3,3	0,6	2,3	10,8	-334,9	-314,6	-20,3	-2,1	-18,2	
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-242,1	-138,5	-103,6	-5,1	-98,5	
2012 III	2,8	11,8	-5,5	-0,9	-2,7	-93,1	-101,2	8,0	1,1	6,9	
IV	-61,5	-32,3	-30,2	0,4	0,6	-208,8	-141,6	-67,2	-3,4	-63,8	
2013 I	50,5	38,3	4,1	0,1	8,0	-2,3	-32,8	30,6	-2,0	32,6	
II ^(p)	46,6	27,6	3,8	3,3	11,8	-70,3	-99,4	29,1	-1,7	30,8	
	Tasas de crecimiento										
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,6	-9,8	-12,8	-1,9	-4,4	-1,8	
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,6	-6,4	-10,6	-11,9	-10,5	
2012 III	6,7	-2,9	45,5	1,1	14,0	-7,9	-6,5	-11,4	-16,4	-11,2	
IV	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,6	-6,4	-10,6	-11,9	-10,5	
2013 I	3,6	9,7	-12,3	-1,5	13,0	-13,0	-15,0	-8,6	-33,1	-7,2	
II ^(p)	7,5	23,7	-28,2	2,6	16,7	-11,7	-16,5	0,1	-14,6	0,8	

G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- AAPP
- Bancos no residentes
- - - No bancos no residentes



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												
2011	5.697,6	1.764,2	87,8	1.373,0	22,9	1.489,0	28,3	932,5	1.507,4	484,0	728,0	295,4
2012	5.774,4	1.748,5	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013 I	5.784,0	1.704,1	120,8	1.672,4	31,7	1.380,4	27,1	847,5	1.544,0	464,8	769,3	309,9
II	5.769,8	1.649,3	115,5	1.755,9	29,3	1.379,9	26,6	813,3	1.554,7	468,9	777,4	308,4
2013 Abr	5.785,6	1.700,2	117,0	1.689,5	30,9	1.385,8	28,6	833,6	1.570,7	460,4	799,7	310,6
May	5.818,1	1.680,3	115,2	1.735,9	30,5	1.392,6	28,5	834,9	1.583,5	474,7	794,5	314,3
Jun	5.769,8	1.649,3	115,5	1.755,9	29,3	1.379,9	26,6	813,3	1.554,7	468,9	777,4	308,4
Jul ^(p)	5.714,0	1.637,6	115,4	1.723,9	28,7	1.378,9	27,4	802,1	1.560,8	479,7	770,1	311,1
Operaciones												
2011	-29,2	45,1	7,8	-2,6	5,5	-24,8	-0,1	-60,1	17,0	60,2	-31,5	-11,7
2012	82,5	-17,8	15,9	191,7	10,5	-67,6	-3,9	-46,3	49,9	6,6	38,0	5,3
2013 I	7,8	-59,2	17,8	78,8	-1,4	-18,9	3,4	-12,7	21,6	-9,9	18,0	13,6
II	5,2	-49,1	-6,5	83,7	-1,7	0,0	0,0	-21,0	18,2	9,6	8,2	0,4
2013 Abr	-10,1	-5,7	-2,8	-0,1	-0,4	4,5	1,7	-7,4	24,5	-3,0	26,9	0,5
May	42,5	-18,9	-1,0	52,2	-0,2	7,3	-0,1	3,1	13,7	15,3	-5,6	4,0
Jun	-27,1	-24,5	-2,8	31,5	-1,1	-11,8	-1,7	-16,7	-19,9	-2,6	-13,1	-4,2
Jul ^(p)	-50,5	-12,2	1,8	-34,5	-0,2	-0,8	1,1	-5,8	0,8	10,0	-10,9	1,7
Tasas de crecimiento												
2011	-0,5	2,7	7,7	-0,2	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,1	-3,8
2012	1,5	-1,0	18,1	14,1	47,7	-4,6	-14,2	-4,9	3,3	1,3	5,2	1,8
2013 I	-2,8	-7,5	20,9	8,7	-4,3	-6,2	4,8	-9,3	2,6	-3,3	5,0	6,5
II	-1,2	-7,6	18,3	10,4	-8,8	-3,6	7,3	-7,4	5,3	-1,4	8,0	9,7
2013 Abr	-2,1	-6,6	18,9	8,5	-6,8	-5,7	18,0	-7,6	2,9	-4,0	5,7	7,1
May	-1,6	-7,1	18,3	9,7	-6,1	-5,2	18,9	-6,9	4,4	-1,2	6,4	8,8
Jun	-1,2	-7,6	18,3	10,4	-8,8	-3,6	7,3	-7,4	5,3	-1,4	8,0	9,7
Jul ^(p)	-1,1	-9,4	20,1	9,5	-13,3	-0,3	13,9	-6,5	4,6	0,4	5,7	9,1

G14 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

— Valores distintos de acciones
··· Acciones y otras participaciones



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 (saldo vivo)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldo vivo)	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>														
2011	6.153,8	-	-	-	-	-	-	12.322,7	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4
2012	5.796,9	-	-	-	-	-	-	12.198,3	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5
2013 I	5.611,1	-	-	-	-	-	-	12.170,0	96,4	3,6	1,8	0,2	0,9	0,5
II ^(p)	5.449,3	-	-	-	-	-	-	12.083,0	96,5	3,5	1,8	0,2	0,9	0,4
<i>A no residentes en la zona euro</i>														
2011	2.022,7	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,9	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012	1.908,0	47,3	52,7	31,8	1,9	3,5	10,3	958,8	40,2	59,8	38,3	2,0	2,9	9,7
2013 I	1.891,3	45,7	54,3	33,1	2,2	3,1	9,8	998,8	39,4	60,6	39,5	2,6	2,6	8,8
II ^(p)	1.895,0	44,1	55,9	35,8	2,1	2,8	9,5	979,8	39,7	60,3	39,4	2,6	2,6	9,0
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,1	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012	1.851,4	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,2	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013 I	1.825,0	93,4	6,6	3,1	0,1	0,3	2,7	3.111,5	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,5
II ^(p)	1.764,8	93,5	6,5	2,9	0,1	0,3	2,8	3.191,7	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,2	67,8	39,4	5,8	0,7	13,7
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013 I	418,9	55,4	44,6	22,2	0,2	0,3	15,9	428,6	32,8	67,2	41,8	4,6	1,0	10,6
II ^(p)	406,2	55,2	44,8	21,0	0,2	0,2	16,9	407,3	34,7	65,3	40,5	4,8	0,9	10,4
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2011	6.364,4	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.947,6	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012	6.161,9	93,8	6,2	3,9	0,2	1,0	0,6	11.042,3	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013 I	5.893,3	93,3	6,7	4,2	0,2	1,1	0,6	11.227,2	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
II ^(p)	5.753,5	93,1	6,9	4,4	0,2	1,0	0,6	11.323,0	96,9	3,1	2,1	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2011	2.175,0	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	978,6	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012	2.013,9	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,3	52,3	47,7	31,3	1,9	1,2	6,3
2013 I	1.987,0	56,3	43,7	29,5	1,9	1,0	6,7	914,8	51,3	48,7	32,7	1,9	1,0	5,7
II ^(p)	1.870,6	56,4	43,6	28,9	1,3	0,9	7,4	933,3	50,2	49,8	33,3	2,5	1,0	6,4

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

	Total monedas (saldo vivo)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro						
			Total						
	1	2	3	4	5	6	7		
2011	5.236,8	82,0	18,0	9,4	1,7	2,0	2,6		
2012	5.068,3	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5		
2013 I	4.969,7	81,0	19,0	10,6	1,4	1,8	2,5		
II ^(p)	4.825,5	81,0	19,0	10,9	1,2	1,8	2,6		

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 euro¹⁾

(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 Dic	7.180,7	476,0	2.968,2	1.986,0	962,8	247,2	540,5
2013 Ene	7.290,6	494,1	2.952,8	2.035,9	975,4	247,8	584,7
Feb	7.464,9	511,2	3.006,4	2.084,4	996,1	248,3	618,4
Mar	7.607,0	503,7	3.069,6	2.142,1	1.026,1	247,9	617,7
Abr	7.759,1	519,8	3.133,9	2.160,1	1.039,8	248,6	656,9
May	7.816,5	519,7	3.128,7	2.190,5	1.046,4	248,1	683,1
Jun ^(p)	7.585,5	523,9	3.044,1	2.094,3	1.016,5	248,4	658,3
Operaciones							
2012 IV	42,7	-23,4	82,9	21,6	29,2	2,9	-70,4
2013 I	227,3	25,4	82,1	34,2	32,3	0,4	52,9
II ^(p)	150,2	32,7	52,3	16,1	1,8	1,0	46,3

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2012 Dic	7.180,7	148,6	6.560,8	4.797,7	757,5	1.763,1	471,3
2013 Ene	7.290,6	153,0	6.625,3	4.849,7	770,5	1.775,7	512,3
Feb	7.464,9	157,4	6.743,4	4.915,2	785,5	1.828,2	564,1
Mar	7.607,0	158,1	6.890,1	5.000,8	814,2	1.889,3	558,8
Abr	7.759,1	166,1	6.999,5	5.079,2	826,5	1.920,3	593,5
May	7.816,5	169,0	7.027,8	5.089,2	828,9	1.938,6	619,8
Jun ^(p)	7.585,5	164,3	6.811,9	4.985,4	792,4	1.826,5	609,3
Operaciones							
2012 IV	42,7	-5,8	124,9	64,4	32,9	60,6	-76,4
2013 I	227,3	9,4	159,7	95,6	31,1	64,1	58,2
II ^(p)	150,2	8,6	92,0	89,0	-8,1	3,1	49,6

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

	Total	Fondos por política de inversión						Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Saldos vivos										
2012 Nov	6.465,4	2.354,0	1.665,7	1.574,4	319,8	136,6	414,9	6.382,2	83,2	947,5
Dic	6.560,8	2.378,2	1.705,1	1.597,7	320,4	141,2	418,2	6.477,2	83,5	912,9
2013 Ene	6.625,3	2.371,2	1.750,3	1.620,2	322,8	140,0	420,8	6.539,8	85,6	896,9
Feb	6.743,4	2.406,9	1.792,0	1.645,6	325,5	143,7	429,7	6.657,8	85,6	901,2
Mar	6.890,1	2.447,1	1.840,7	1.685,4	327,6	150,3	438,9	6.804,0	86,1	910,3
Abr	6.999,5	2.504,0	1.853,8	1.716,0	330,0	151,6	444,1	6.913,2	86,4	899,8
May	7.027,8	2.496,8	1.873,6	1.721,7	331,0	153,9	450,7	6.939,4	88,4	893,1
Jun ^(p)	6.811,9	2.413,3	1.780,2	1.683,1	330,9	153,4	451,0	6.724,7	87,2	849,0
Operaciones										
2012 Dic	53,6	17,9	18,2	11,4	0,7	3,9	1,5	52,8	0,8	-29,5
2013 Ene	60,4	22,5	25,5	13,3	1,9	-1,2	-1,7	59,5	0,9	-2,9
Feb	46,2	13,9	10,7	15,8	0,9	-0,1	5,1	46,2	0,0	-0,9
Mar	53,1	18,6	6,6	19,8	0,7	2,8	4,5	52,5	0,6	1,3
Abr	66,7	39,1	5,9	17,6	0,9	-0,7	3,9	66,6	0,1	-0,9
May	43,1	24,2	6,1	6,3	1,6	0,9	3,9	43,0	0,0	-5,9
Jun ^(p)	-17,7	-25,1	-11,6	10,4	2,3	1,1	5,3	-18,3	0,6	-42,2

Fuente: BCE.

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

2.9 Detalle de los 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			
	1	2	IFM	Adminis-traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro		Japón	
								8	9		
Saldos vivos											
2012 III	2.857,7	1.568,9	414,5	713,9	232,7	6,0	201,8	1.288,7	323,8	493,8	18,3
IV	2.968,2	1.623,6	416,1	747,1	241,6	7,7	211,0	1.344,6	332,2	510,2	16,2
2013 I	3.069,6	1.632,9	407,4	752,7	245,2	8,2	219,3	1.436,6	332,6	563,4	16,0
II ^(p)	3.044,1	1.649,6	404,7	771,2	246,9	8,4	218,4	1.394,4	323,9	551,5	15,2
Operaciones											
2012 IV	82,9	30,4	-3,1	22,1	3,5	1,2	6,6	52,5	7,8	16,5	-1,3
2013 I	82,1	18,9	-9,9	7,9	7,5	0,5	12,9	63,2	-1,0	32,8	-0,4
II ^(p)	52,3	26,5	-0,5	22,7	3,9	0,1	0,4	25,7	2,4	12,3	0,1

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			
	1	2	IFM	Adminis-traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro		Japón	
								8	9		
Saldos vivos											
2012 III	1.920,3	685,5	52,8	-	45,1	24,1	563,4	1.234,8	172,0	412,5	72,1
IV	1.986,0	721,7	60,8	-	50,9	27,6	582,3	1.264,3	175,6	407,8	78,1
2013 I	2.142,1	738,8	56,4	-	49,9	27,0	605,6	1.403,2	187,7	479,0	95,0
II ^(p)	2.094,3	738,9	58,9	-	51,2	28,2	600,6	1.355,4	182,2	480,9	109,6
Operaciones											
2012 IV	21,6	1,0	2,0	-	4,0	0,5	-5,6	20,6	0,7	6,4	4,5
2013 I	34,2	-4,4	-0,5	-	-1,7	-1,2	-0,9	38,5	3,7	16,8	5,8
II ^(p)	16,1	0,0	1,4	-	-1,5	0,2	-0,1	16,2	1,2	5,5	13,7

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

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	1	2	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 pertenecientes a la zona del euro		Japón	
								8	9		
Saldos vivos											
2012 III	926,2	792,5	75,1	-	717,4	-	-	133,7	27,4	41,3	0,6
IV	962,8	829,6	72,1	-	757,5	-	-	133,2	28,9	41,3	0,6
2013 I	1.026,1	888,7	74,5	-	814,2	-	-	137,5	32,5	43,5	0,6
II ^(p)	1.016,5	879,4	87,0	-	792,4	-	-	137,2	31,0	45,3	0,6
Operaciones											
2012 IV	29,2	29,5	-3,4	-	32,9	-	-	-0,3	1,2	0,6	0,0
2013 I	32,3	33,2	2,0	-	31,1	-	-	-0,8	2,1	0,9	0,0
II ^(p)	1,8	3,8	11,9	-	-8,1	-	-	-2,0	-0,7	-0,1	0,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados								Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos				
			Total	Originados en la zona del euro					Originados fuera de la zona del euro									
				IFM	No dados de baja del balance de las IFM ¹⁾	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
Saldos vivos																		
2012 II	2.161,8	307,7	1.459,7	1.150,9	513,2	154,1	22,9	4,4	127,4	209,3	85,2	33,4	66,4					
III	2.084,5	303,4	1.399,8	1.087,6	476,1	158,7	23,9	4,4	125,3	195,7	86,3	31,4	68,0					
IV	2.051,3	285,5	1.380,7	1.065,6	469,8	163,4	24,9	4,0	122,8	199,6	88,4	30,4	66,6					
2013 I	2.020,6	293,5	1.349,6	1.037,0	462,7	163,3	24,8	4,0	120,4	195,1	87,0	30,5	64,9					
II	1.986,2	277,3	1.332,6	1.032,1	456,5	158,0	23,2	3,6	115,8	195,2	89,7	28,5	62,8					
Operaciones																		
2012 II	-81,4	-14,8	-49,4	-50,4	-	4,0	-0,7	-0,4	-1,9	-2,0	-1,3	-5,3	-8,5					
III	-81,1	-3,8	-61,3	-64,2	-	4,5	0,5	0,0	-2,0	-14,9	1,3	-2,0	-0,4					
IV	-36,8	-17,6	-17,7	-21,1	-	4,7	1,2	-0,4	-2,0	2,7	2,4	-0,8	-5,8					
2013 I	-29,9	8,1	-30,7	-28,0	-	-0,2	0,2	0,0	-2,7	-2,1	-1,2	0,1	-4,0					
II	-34,0	-16,1	-16,2	-4,8	-	-5,2	-1,5	-0,4	-4,4	0,9	2,7	-2,0	-3,3					

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										
2012 II		2.161,8	151,0	1.754,3	54,3	1.700,1	28,9	227,5		
III		2.084,5	145,2	1.685,4	52,2	1.633,2	27,5	226,5		
IV		2.051,3	139,5	1.661,7	53,1	1.608,7	27,5	222,5		
2013 I		2.020,6	140,2	1.625,6	55,4	1.570,2	27,1	227,8		
II		1.986,2	128,0	1.608,8	54,2	1.554,6	23,7	225,6		
Operaciones										
2012 II		-81,2	-5,3	-71,2	-4,6	-66,6	-5,8	1,0		
III		-81,1	-5,6	-71,0	-2,4	-68,6	-1,3	-3,2		
IV		-36,8	-5,4	-23,6	0,0	-23,6	-0,1	-7,6		
2013 I		-29,9	1,7	-34,1	2,3	-36,4	-0,9	3,5		
II		-34,0	-11,7	-15,9	-1,1	-14,8	-3,2	-3,1		

3. Tenencias de préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro y de 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2012 II	1.150,9	833,0	245,8	18,7	0,2	6,3	33,3	209,3	116,2	42,9	73,3	29,1	93,1
III	1.087,6	787,5	233,1	17,1	0,2	5,5	31,6	195,7	109,9	38,9	71,0	27,8	85,8
IV	1.065,6	770,2	230,0	17,5	0,2	5,4	31,3	199,6	114,5	39,4	75,0	29,6	85,2
2013 I	1.037,0	750,9	226,6	14,9	0,2	5,4	28,9	195,1	110,9	36,9	74,1	30,0	84,2
II	1.032,1	762,1	221,4	15,0	0,2	5,1	28,3	195,2	113,1	38,8	74,2	29,9	82,2
Operaciones													
2012 II	-50,4	-48,5	-0,5	0,5	0,0	-0,1	0,3	-2,0	0,7	1,0	-0,2	-1,4	-2,8
III	-64,2	-47,0	-12,6	-1,0	0,0	-0,8	-1,8	-14,9	-6,9	-4,3	-2,6	-1,1	-8,0
IV	-21,1	-17,8	-2,3	0,4	0,0	-0,1	0,3	2,7	5,3	1,0	4,3	1,8	-2,6
2013 I	-28,0	-19,1	-3,6	-2,3	0,0	0,0	-1,9	-2,1	-2,5	-2,5	0,0	-0,6	0,4
II	-4,8	10,9	-5,1	0,2	0,0	-0,3	-0,4	0,9	2,3	2,1	0,2	-0,1	-1,4

Fuente: BCE.

1) Préstamos (a instituciones distintas de IFM) 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 del balance de las IFM dependiendo de las normas contables aplicadas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Excluye las titulizaciones 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 para siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 II	6.885,8	781,8	439,0	2.645,8	776,8	1.515,0	88,3	251,0	241,9	146,2
III	7.061,0	780,2	447,4	2.734,7	792,6	1.555,5	86,1	253,1	264,9	146,5
IV	7.034,7	768,3	453,1	2.672,9	825,7	1.611,4	76,9	253,8	223,6	149,0
2011 I	7.137,3	769,2	454,7	2.733,7	842,7	1.623,2	76,2	261,7	225,2	150,8
II	7.153,6	772,1	462,4	2.744,6	840,7	1.626,9	79,3	254,1	223,9	149,5
III	7.153,7	789,2	461,8	2.770,0	785,9	1.583,1	88,5	255,5	270,7	149,1
IV	7.162,9	781,8	471,2	2.730,8	794,9	1.614,6	91,3	253,4	274,2	150,7
2012 I	7.449,6	793,1	468,4	2.873,5	809,0	1.716,8	98,3	255,1	284,8	150,6
II	7.477,0	782,4	468,3	2.884,7	805,5	1.717,3	102,9	258,1	306,4	151,5
III	7.696,2	782,5	478,8	3.000,2	825,7	1.792,7	106,5	259,9	298,1	151,9
IV	7.787,8	786,2	481,1	3.042,4	828,2	1.837,3	105,7	258,7	294,9	153,4
2013 I ^(p)	7.996,9	790,3	483,9	3.130,1	859,4	1.911,7	111,5	261,4	294,2	154,4

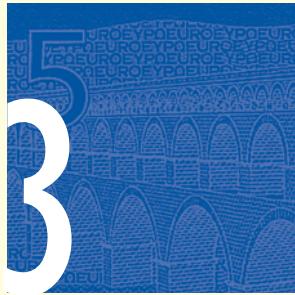
2. Tenencias de valores distintos de acciones

	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
2010 II	2.645,8	2.223,6	583,2	1.227,2	245,5	16,2	151,5	422,2
III	2.734,7	2.307,9	601,5	1.279,8	254,5	18,6	153,5	426,9
IV	2.672,9	2.249,3	599,0	1.242,6	234,2	17,5	155,9	423,6
2011 I	2.733,7	2.317,2	624,0	1.285,8	236,6	17,2	153,6	416,4
II	2.744,6	2.328,4	629,1	1.290,0	235,5	16,8	157,1	416,2
III	2.770,0	2.349,1	640,1	1.305,2	227,1	16,9	159,8	420,9
IV	2.730,8	2.307,0	635,5	1.266,7	223,9	16,5	164,3	423,8
2012 I	2.873,5	2.423,5	665,6	1.329,1	231,5	17,0	180,3	450,0
II	2.884,7	2.420,7	666,9	1.315,7	234,5	16,8	186,7	464,0
III	3.000,2	2.506,0	696,8	1.347,0	243,6	17,4	201,2	494,3
IV	3.042,4	2.534,0	676,0	1.384,3	246,8	17,9	208,9	508,4
2013 I ^(p)	3.130,1	2.614,2	698,4	1.430,7	251,9	17,6	215,7	515,9

3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	Reservas para primas y para siniestros		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2010 II	6.710,7	251,1	39,5	431,7	5.796,2	3.156,9	1.826,1	813,2	192,2	175,2
III	6.873,6	276,2	38,6	441,4	5.938,5	3.220,7	1.908,4	809,4	178,9	187,4
IV	6.867,6	250,3	39,6	451,7	5.957,4	3.257,8	1.889,6	809,9	168,6	167,1
2011 I	6.914,0	262,7	39,4	466,2	5.970,6	3.283,7	1.861,0	825,9	175,2	223,3
II	6.935,8	262,1	42,0	455,0	6.000,7	3.304,6	1.874,1	822,0	176,0	217,8
III	7.044,7	269,5	41,0	410,4	6.134,4	3.286,5	2.026,6	821,3	189,3	109,1
IV	7.065,9	263,8	40,9	409,2	6.164,0	3.297,9	2.050,4	815,7	188,1	96,9
2012 I	7.228,9	271,8	45,0	438,9	6.281,7	3.339,7	2.108,6	833,4	191,5	220,6
II	7.296,3	279,1	43,7	420,9	6.346,4	3.340,9	2.172,1	833,4	206,2	180,7
III	7.373,4	290,3	45,3	452,7	6.388,2	3.388,8	2.163,6	835,8	196,9	322,9
IV	7.478,9	267,3	49,7	481,0	6.459,4	3.422,4	2.200,7	836,3	221,5	309,0
2013 I ^(p)	7.588,5	280,7	49,6	495,0	6.535,6	3.472,0	2.201,4	862,2	227,6	408,4

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	2013 I	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Cuenta de intercambios exteriores							
Exportaciones de bienes y servicios							608
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾							-47
Cuenta de explotación							
Valor añadido bruto (precios básicos)							
Impuestos menos subvenciones sobre los productos							
Producto interior bruto (precios de mercado)							
Remuneración de los asalariados	1.116	110	707	57	242		
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	21	8	5	5	4		
Consumo de capital fijo	377	100	215	11	51		
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	558	274	254	31	0		
Cuenta de asignación de la renta primaria							
Excedente neto de explotación y renta mixta							
Remuneración de los asalariados							7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción							
Rentas de la propiedad	627	32	249	281	65	114	
Intereses	336	30	58	183	65	48	
Otras rentas de la propiedad	291	2	191	98	0	67	
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.960	1.596	109	33	222		
Cuenta de distribución secundaria de la renta							
Renta nacional neta							
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	258	219	31	8	0	1	
Cotizaciones sociales	437	437					1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	469	1	18	37	413	1	
Otras transferencias corrientes	205	70	24	49	62	10	
Primas netas de seguros no vida	46	35	10	1	1	2	
Indemnizaciones de seguros no vida	47			47		1	
Otras	113	35	14	1	62	8	
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.919	1.423	67	40	388		
Cuenta de utilización de la renta							
Renta disponible neta							
Gasto en consumo final	1.852	1.358				495	
Gasto en consumo individual	1.669	1.358				312	
Gasto en consumo colectivo	183					183	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	0	1	14	0	0	
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	67	81	67	25	-107	-26	
Cuenta de capital							
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior							
Formación bruta de capital	418	129	234	13	42		
Formación bruta de capital fijo	402	125	222	13	42		
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	16	4	12	0	0		
Consumo de capital fijo							
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	2	-1	7	0	-3	-2	
Transferencias de capital	35	8	0	2	25	4	
Impuestos sobre el capital	6	6	0	0	0		
Otras transferencias de capital	28	2	-1	2	25	4	
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	25	55	56	28	-114	-25	
Discrepancia estadística	0	36	-36	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	2013 I	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Cuenta de intercambios exteriores							561
Importaciones de bienes y servicios							
<i>Balanza comercial</i>							
Cuenta de explotación							
Valor añadido bruto (precios básicos)		2.073	491	1.182	104	297	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos		243					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾		2.317					
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		558	274	254	31	0	
Remuneración de los asalariados		1.121	1.121				2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción		264					1
Rentas de la propiedad		645	234	103	284	24	97
Intereses		330	54	33	234	8	54
Otras rentas de la propiedad		315	179	70	50	15	43
<i>Renta nacional neta</i>							
Cuenta de distribución secundaria de la renta							
Renta nacional neta		1.960	1.596	109	33	222	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.		259					1
Cotizaciones sociales		436	1	18	52	365	2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie		467	467				3
Otras transferencias corrientes		166	86	13	48	18	50
Primas netas de seguros no vida		47					1
Indemnizaciones de seguros no vida		45	35	8	1	0	3
Otras		74	51	5	0	18	46
<i>Renta disponible neta</i>							
Cuenta de utilización de la renta							
Renta disponible neta		1.919	1.423	67	40	388	
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	81	67	25	-107	-26
Formación bruta de capital							
Formación bruta de capital fijo							
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos							
Consumo de capital fijo		377	100	215	11	51	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos							
Transferencias de capital		36	10	14	7	5	3
Impuestos sobre el capital		6					0
Otras transferencias de capital		29	10	14	7	-1	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>							
Discrepancia estadística							

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2013 I								
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		19.731	17.215	34.676	16.737	7.417	4.279	18.136
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				490				
Efectivo y depósitos		7.041	2.157	11.240	2.234	805	748	3.335
Valores distintos de acciones a corto plazo		47	81	553	388	68	37	612
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.282	257	6.488	2.891	2.984	432	4.143
Préstamos		83	2.966	13.213	4.061	492	818	2.409
de los cuales: a largo plazo		63	1.878	10.306	2.807	364	720	.
Acciones y otras participaciones		4.519	7.973	1.844	6.841	2.683	1.513	6.814
Acciones cotizadas		777	1.101	367	2.157	408	210	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.344	6.488	1.176	3.578	410	1.131	.
Participaciones en fondos de inversión		1.399	384	300	1.106	1.865	173	.
Reservas técnicas de seguro		6.210	175	3	0	235	4	276
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		549	3.606	845	321	151	726	547
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		91	63	-717	370	123	80	189
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		39	-30	-847	114	9	31	-34
Valores distintos de acciones a corto plazo		-2	-14	5	29	-3	0	42
Valores distintos de acciones a largo plazo		-53	-2	28	84	47	-12	29
Préstamos		1	-11	28	29	5	16	25
de los cuales: a largo plazo		0	-13	-31	16	2	18	.
Acciones y otras participaciones		22	92	19	74	44	10	89
Acciones cotizadas		-5	8	26	34	-4	-1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	79	-4	12	2	9	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		27	5	-4	28	46	3	.
Reservas técnicas de seguro		63	5	0	0	12	0	-3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		21	24	50	40	9	34	40
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		100	275	-1	110	44	6	150
Oro monetario y DEG				-4				
Efectivo y depósitos		-5	7	9	2	-2	2	14
Valores distintos de acciones a corto plazo		-5	0	12	-4	1	0	-9
Valores distintos de acciones a largo plazo		-28	2	-29	-3	0	0	29
Préstamos		0	13	-17	-39	0	-7	-9
de los cuales: a largo plazo		0	10	-4	-39	-1	-9	.
Acciones y otras participaciones		101	222	26	151	56	13	113
Acciones cotizadas		21	47	4	113	9	-2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		60	172	24	18	4	9	.
Participaciones en fondos de inversión		20	3	-1	20	44	5	.
Reservas técnicas de seguro		42	0	0	0	-8	0	3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-5	30	3	2	-2	-1	9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		19.922	17.553	33.958	17.217	7.585	4.365	18.474
Oro monetario y DEG				485				
Efectivo y depósitos		7.076	2.134	10.401	2.350	811	781	3.315
Valores distintos de acciones a corto plazo		40	66	570	413	66	37	646
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.200	258	6.487	2.973	3.032	420	4.201
Préstamos		84	2.967	13.224	4.051	496	827	2.425
de los cuales: a largo plazo		63	1.874	10.271	2.784	365	728	.
Acciones y otras participaciones		4.642	8.286	1.888	7.067	2.783	1.536	7.015
Acciones cotizadas		793	1.155	397	2.305	413	207	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.403	6.739	1.197	3.608	416	1.149	.
Participaciones en fondos de inversión		1.446	392	295	1.154	1.955	180	.
Reservas técnicas de seguro		6.316	181	3	0	238	4	276
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		565	3.660	898	364	158	759	596
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
	2013 I							
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.827	26.674	33.629	16.416	7.387	10.529	16.239
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			32	24.513	37	0	281	2.697
Valores distintos de acciones a corto plazo			83	634	101	3	670	295
Valores distintos de acciones a largo plazo			964	4.677	2.857	52	6.723	3.205
Préstamos			6.186	8.334	3.784	282	2.273	3.184
de los cuales: a largo plazo			5.834	6.104	2.108	109	1.972	.
Acciones y otras participaciones			8	13.292	2.620	466	4	6.202
Acciones cotizadas				3.747	403	234	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones				8	9.545	3.015	332	4
Participaciones en fondos de inversión					913	6.345		.
Reservas técnicas de seguro			36	349	65	1	6.452	1
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			597	3.621	1.120	41	131	579
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.407	12.904	-9.459	1.047	321	30	-6.250	656
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		0	43	-732	366	113	193	214
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			2	-694	-3	0	-10	-12
Valores distintos de acciones a corto plazo			9	-3	26	0	21	3
Valores distintos de acciones a largo plazo			14	-101	4	1	173	32
Préstamos			-21	-14	80	15	-22	55
de los cuales: a largo plazo			-15	-21	15	1	-8	.
Acciones y otras participaciones			0	40	4	1	0	119
Acciones cotizadas				-13	0	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones				0	53	22	1	0
Participaciones en fondos de inversión					-3	164		.
Reservas técnicas de seguro			0	1	0	0	77	0
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			22	-9	63	74	20	32
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	25	91	20	15	3	10	-114	-25
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-7	376	-48	181	50	-39	176
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	18	0	0	0	8
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	1	0	0	0	-6
Valores distintos de acciones a largo plazo			-2	-19	1	0	-38	27
Préstamos			-3	-13	-18	-1	0	-24
de los cuales: a largo plazo			-1	-8	-12	0	0	.
Acciones y otras participaciones			0	385	-38	166	13	0
Acciones cotizadas				156	-23	7	3	0
Acciones no cotizadas y otras participaciones				0	228	-7	10	0
Participaciones en fondos de inversión					0	166		.
Reservas técnicas de seguro			0	0	0	0	37	0
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			-4	7	-11	32	0	-2
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	22	107	-102	47	-71	-5	45	-26
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.820	27.093	32.849	16.963	7.550	10.684	16.629
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			33	23.837	33	0	271	2.694
Valores distintos de acciones a corto plazo			93	632	128	3	691	292
Valores distintos de acciones a largo plazo			975	4.557	2.863	53	6.858	3.264
Préstamos			6.161	8.306	3.846	296	2.251	3.215
de los cuales: a largo plazo			5.817	6.076	2.111	110	1.963	.
Acciones y otras participaciones			8	13.717	2.586	9.946	480	4.647
Acciones cotizadas				3.891	381	241	136	0
Acciones no cotizadas y otras participaciones				8	9.827	1.295	3.030	4
Participaciones en fondos de inversión						911	6.675	.
Reservas técnicas de seguro			36	349	64	1	6.566	1
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros			615	3.619	1.172	148	151	609
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.360	13.102	-9.541	1.109	253	35	-6.319	686

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2009	2010	2011	2011 II-2012 I	2011 III-2012 II	2011 IV-2012 III	2012 I-2012 IV	2012 II-2013 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	4.448	4.508	4.621	4.638	4.650	4.663	4.668	4.677
85	83	95	103	110	115	124	124	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo	1.387	1.419	1.467	1.477	1.485	1.493	1.500	1.505
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.099	2.203	2.250	2.246	2.232	2.214	2.193	2.180
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	2.964	2.819	3.019	3.033	3.019	2.989	2.926	2.877
Intereses	1.596	1.386	1.556	1.570	1.555	1.524	1.473	1.426
Otras rentas de la propiedad	1.369	1.433	1.463	1.462	1.465	1.465	1.453	1.451
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.540	7.761	7.968	7.993	7.998	8.003	8.026	8.032
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.028	1.055	1.111	1.123	1.139	1.154	1.175	1.180
Cotizaciones sociales	1.677	1.704	1.753	1.762	1.772	1.778	1.787	1.795
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.768	1.813	1.840	1.850	1.861	1.873	1.884	1.896
Otras transferencias corrientes	773	777	787	790	792	793	789	790
Primas netas de seguros no vida	180	181	185	186	186	187	186	185
Derechos de seguros no vida	182	182	186	187	188	189	189	188
Otras	410	413	416	417	418	418	415	417
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.432	7.650	7.859	7.882	7.884	7.889	7.916	7.919
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	7.151	7.317	7.477	7.506	7.517	7.524	7.528	7.530
Gasto en consumo individual	6.382	6.542	6.700	6.728	6.738	6.744	6.750	6.751
Gasto en consumo colectivo	769	774	777	778	779	780	778	779
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	56	59	60	60	58	58	58
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	281	333	382	376	367	365	388	389
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.705	1.785	1.870	1.852	1.820	1.789	1.768	1.737
Formación bruta de capital fijo	1.752	1.762	1.825	1.822	1.808	1.791	1.771	1.742
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-48	22	44	30	12	-2	-3	-6
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	1	0	0	1	1	0	3
Transferencias de capital	184	222	176	171	177	184	197	205
Impuestos sobre el capital	34	25	31	30	29	29	26	26
Otras transferencias de capital	150	197	145	141	148	155	171	179
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-28	-23	-10	10	42	81	131	167

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	2009	2010	2011	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.019	8.212	8.433	8.463	8.477	8.485	8.485	8.486
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	894	943	974	976	974	973	978	976
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.914	9.154	9.407	9.439	9.450	9.458	9.463	9.462
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	2.099	2.203	2.250	2.246	2.232	2.214	2.193	2.180
Remuneración de los asalariados	4.459	4.520	4.634	4.651	4.663	4.677	4.682	4.691
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	997	1.038	1.080	1.089	1.093	1.098	1.112	1.112
Rentas de la propiedad	2.950	2.819	3.023	3.040	3.029	3.004	2.965	2.926
Intereses	1.551	1.337	1.504	1.521	1.513	1.490	1.447	1.404
Otras rentas de la propiedad	1.399	1.482	1.519	1.519	1.516	1.514	1.518	1.522
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.540	7.761	7.968	7.993	7.998	8.003	8.026	8.032
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033	1.059	1.117	1.129	1.144	1.158	1.179	1.184
Cotizaciones sociales	1.675	1.702	1.752	1.761	1.770	1.775	1.784	1.793
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.762	1.807	1.834	1.844	1.855	1.867	1.878	1.890
Otras transferencias corrientes	668	669	678	680	682	685	684	682
Primas netas de seguros no vida	182	182	186	187	188	189	189	188
Derechos de seguros no vida	178	178	180	181	182	182	181	180
Otras	308	309	312	312	312	313	314	314
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.432	7.650	7.859	7.882	7.884	7.889	7.916	7.919
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	56	59	60	60	59	58	58
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	281	333	382	376	367	365	388	389
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.387	1.419	1.467	1.477	1.485	1.493	1.500	1.505
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	193	232	187	181	189	197	210	217
Impuestos sobre el capital	34	25	31	30	29	29	26	26
Otras transferencias de capital	159	207	155	151	160	168	184	191
<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)

	2009	2010	2011	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.459	4.520	4.634	4.651	4.663	4.677	4.682	4.691
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.441	1.440	1.477	1.482	1.481	1.481	1.478	1.482
Intereses, recursos (+)	233	201	229	232	231	228	223	219
Intereses, empleos (-)	146	124	146	146	142	137	130	125
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	726	724	747	758	754	750	747	741
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	842	848	881	891	906	920	935	943
Cotizaciones sociales netas (-)	1.672	1.699	1.749	1.757	1.767	1.773	1.782	1.790
Prestaciones sociales netas (+)	1.757	1.801	1.829	1.839	1.850	1.862	1.873	1.885
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	72	71	70	69	70	68	70	70
= Renta disponible bruta	6.016	6.076	6.201	6.226	6.223	6.225	6.215	6.221
Gasto en consumo final (-)	5.156	5.293	5.439	5.463	5.471	5.474	5.479	5.476
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	60	55	58	60	60	58	58	57
= Ahorro bruto	921	839	820	823	813	809	793	802
Consumo de capital fijo (-)	379	386	396	397	399	400	401	401
Transferencias netas de capital, recursos (+)	10	13	9	7	7	5	5	3
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	-126	805	-54	-88	-520	-397	-233	-609
= Variaciones del patrimonio neto	426	1.271	380	345	-99	17	164	-204
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	554	555	576	573	567	561	555	548
Consumo de capital fijo (-)	379	386	396	397	399	400	401	401
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	6	38	124	156	167	170	189	165
Efectivo y depósitos	121	118	118	155	164	175	224	226
Participaciones en fondos del mercado monetario	-40	-60	-21	-15	-13	-28	-33	-49
Valores distintos de acciones ¹⁾	-75	-20	28	16	15	23	-3	-11
Activos a largo plazo	471	410	210	220	189	175	131	133
Depósitos	81	58	55	53	45	29	12	9
Valores distintos de acciones	0	-7	53	39	-7	-13	-94	-133
Acciones y otras participaciones	160	110	-11	29	53	58	92	114
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	118	101	38	67	88	59	55	35
Participaciones en fondos de inversión	42	9	-50	-38	-35	-1	37	79
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	230	249	113	99	97	101	122	143
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	107	114	86	69	40	19	15	3
de los cuales: de IFM de la zona del euro	65	147	81	34	13	1	25	21
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	-410	707	306	13	-344	-967	-884	-1.090
Activos financieros	250	138	-415	-169	-223	514	595	412
Acciones y otras participaciones	82	45	-347	-267	-286	324	368	314
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	186	124	12	97	96	180	173	150
Otros flujos netos (+)	40	-77	60	17	-17	-17	-4	32
= Variaciones del patrimonio neto	426	1.271	380	345	-99	17	164	-204
Balance								
Activos no financieros (+)	25.291	26.167	26.654	26.472	26.404	26.117	25.923	25.528
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.771	5.813	5.951	5.978	6.029	6.031	6.116	6.132
Efectivo y depósitos	5.474	5.596	5.727	5.755	5.821	5.838	5.948	5.980
Participaciones en fondos del mercado monetario	247	189	172	166	155	136	120	113
Valores distintos de acciones ¹⁾	51	28	52	57	54	57	47	40
Activos a largo plazo	11.596	12.121	11.924	12.272	12.187	12.436	12.684	12.832
Depósitos	972	1.029	1.079	1.089	1.101	1.096	1.093	1.096
Valores distintos de acciones	1.376	1.318	1.309	1.371	1.309	1.289	1.282	1.200
Acciones y otras participaciones	4.131	4.284	3.920	4.098	4.034	4.222	4.399	4.530
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	2.988	3.062	2.811	2.923	2.868	2.988	3.121	3.196
Participaciones en fondos de inversión	1.143	1.222	1.110	1.175	1.166	1.234	1.278	1.333
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	5.117	5.490	5.615	5.713	5.742	5.830	5.911	6.007
Otros activos netos (+)	294	297	330	294	306	330	290	298
Pasivos (-)								
Préstamos	5.939	6.115	6.195	6.180	6.193	6.183	6.186	6.161
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.976	5.220	5.281	5.269	5.294	5.283	5.291	5.279
= Patrimonio neto	37.012	38.283	38.663	38.835	38.733	38.731	38.827	38.630

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)

	2009	2010	2011	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.519	4.669	4.829	4.848	4.857	4.863	4.867	4.863
Remuneración de los asalariados (-)	2.787	2.827	2.923	2.938	2.950	2.962	2.970	2.975
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	40	34	42	44	47	48	51	51
= Excedente bruto de explotación (+)	1.691	1.808	1.863	1.866	1.860	1.854	1.846	1.837
Consumo de capital fijo (-)	782	800	830	837	842	847	852	856
= Excedente neto de explotación (+)	910	1.008	1.033	1.029	1.018	1.006	994	981
Rentas de la propiedad, recursos (+)	528	560	576	574	573	570	563	562
Intereses, recursos	168	160	169	169	166	159	151	145
Otras rentas de la propiedad, recursos	360	400	407	405	408	411	412	417
Intereses y otras rentas, empleos (-)	299	259	295	298	292	285	273	263
= Renta empresarial neta (+)	1.139	1.309	1.314	1.306	1.299	1.292	1.284	1.280
Renta distribuida (-)	927	933	980	984	995	994	975	968
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	151	168	188	190	192	193	199	196
Cotizaciones sociales, recursos (+)	71	69	73	73	73	73	73	73
Prestaciones sociales, empleos (-)	68	69	69	69	70	70	70	70
Otras transferencias netas (-)	47	45	49	49	48	49	48	48
= Ahorro neto	16	163	101	86	67	59	65	71
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	70	155	202	185	162	136	113	91
Formación bruta de capital fijo (+)	901	933	989	991	988	980	969	950
Consumo de capital fijo (-)	782	800	830	837	842	847	852	856
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-50	22	43	31	16	3	-3	-3
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	95	34	-28	4	7	32	68	50
Efectivo y depósitos	88	68	6	16	16	39	77	85
Participaciones en fondos del mercado monetario	38	-32	-46	-29	-24	-12	-2	-5
Valores distintos de acciones ¹⁾	-31	-1	12	16	14	5	-7	-30
Activos a largo plazo	130	415	480	445	357	288	197	180
Depósitos	0	20	87	80	52	1	15	-16
Valores distintos de acciones	24	4	-5	-16	0	-4	-8	-8
Acciones y otras participaciones	96	236	265	258	161	144	96	146
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	11	156	133	124	144	148	94	58
Otros activos netos (+)	61	2	-22	-36	-12	40	65	66
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	15	160	236	213	165	183	137	100
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	-108	-17	73	-2	-43	-89	-143	-123
de la cual: valores distintos de acciones	90	66	49	73	90	105	115	103
Acciones y otras participaciones	240	217	226	232	213	181	168	139
Acciones cotizadas	59	31	27	19	15	16	27	11
Acciones no cotizadas y otras participaciones	181	185	199	213	198	166	142	128
Transferencias netas de capital, recursos (-)	82	66	69	67	68	69	68	71
= Ahorro neto	16	163	101	86	67	59	65	71
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.932	1.957	1.931	1.919	1.923	1.933	1.994	1.962
Efectivo y depósitos	1.632	1.695	1.706	1.681	1.697	1.717	1.782	1.766
Participaciones en fondos del mercado monetario	213	182	134	140	134	130	132	130
Valores distintos de acciones ¹⁾	87	80	91	98	91	86	81	66
Activos a largo plazo	10.239	10.703	10.679	11.079	10.979	11.311	11.440	11.750
Depósitos	239	249	319	369	367	365	376	369
Valores distintos de acciones	228	240	249	253	259	262	257	258
Acciones y otras participaciones	7.145	7.462	7.221	7.556	7.381	7.683	7.841	8.157
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.628	2.753	2.890	2.901	2.972	3.001	2.966	2.967
Otros activos netos (+)	312	147	165	228	171	226	192	255
Pasivos								
Deuda	9.213	9.482	9.632	9.670	9.745	9.792	9.729	9.724
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.708	4.682	4.718	4.684	4.689	4.630	4.496	4.476
de la cual: valores distintos de acciones	815	883	886	943	969	1.025	1.047	1.068
Acciones y otras participaciones	12.425	12.977	12.299	12.830	12.442	12.892	13.292	13.717
Acciones cotizadas	3.502	3.799	3.281	3.569	3.331	3.550	3.747	3.891
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.922	9.179	9.018	9.261	9.111	9.342	9.545	9.827

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)

	2009	2010	2011	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II	2011 IV- 2012 III	2012 I- 2012 IV	2012 II- 2013 I
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	-47	-6	52	79	67	52	44	25
Efectivo y depósitos	-33	-9	14	29	15	3	16	12
Participaciones en fondos del mercado monetario	0	-8	14	39	39	39	34	15
Valores distintos de acciones ¹⁾	-14	11	24	12	13	10	-6	-1
Activos a largo plazo	297	287	140	105	100	109	191	192
Depósitos	14	-4	9	-4	-5	-15	-16	-18
Valores distintos de acciones	105	183	47	31	41	75	129	104
Préstamos	8	32	11	8	3	16	13	19
Acciones cotizadas	-50	-2	-11	-14	-11	-14	-3	1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-14	11	14	10	13	4	2	4
Participaciones en fondos de inversión	234	68	70	74	60	44	65	82
Otros activos netos (+)	18	9	-43	-51	-10	-5	-41	-25
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	5	1	3	5	1	3	7	6
Préstamos	-4	7	11	3	7	9	-12	4
Acciones y otras participaciones	5	7	3	2	4	3	1	1
Reservas técnicas de seguro	246	281	115	104	109	124	152	178
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	240	262	110	102	100	112	130	151
Reservas para primas y para siniestros	6	19	5	2	9	12	22	27
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	16	-4	18	20	36	18	46	2
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	199	117	-105	4	-11	216	171	124
Otros activos netos	38	-1	25	146	113	153	225	128
Otras variaciones de pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	13	-1	-46	-30	-36	40	66	48
Reservas técnicas de seguro	165	141	13	101	102	187	178	147
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	192	130	12	98	103	190	183	153
Reservas para primas y para siniestros	-28	11	1	3	0	-3	-5	-5
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	60	-24	-48	79	36	141	153	57
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	324	323	363	385	376	394	399	405
Efectivo y depósitos	195	190	193	208	195	200	209	219
Participaciones en fondos del mercado monetario	90	84	96	110	113	121	121	120
Valores distintos de acciones ¹⁾	39	49	74	66	68	74	68	66
Activos a largo plazo	5.669	6.059	6.065	6.349	6.347	6.556	6.633	6.783
Depósitos	613	607	612	611	609	605	595	592
Valores distintos de acciones	2.467	2.637	2.658	2.812	2.821	2.930	2.984	3.032
Préstamos	434	467	478	478	477	488	492	496
Acciones cotizadas	399	423	377	387	375	393	408	413
Acciones no cotizadas y otras participaciones	413	417	420	434	438	440	410	416
Participaciones en fondos de inversión	1.342	1.508	1.519	1.626	1.627	1.699	1.744	1.834
Otros activos netos (+)	222	245	266	257	269	266	254	245
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	42	43	46	49	48	50	55	56
Préstamos	275	286	295	293	299	309	282	296
Acciones y otras participaciones	437	442	400	431	413	442	466	480
Reservas técnicas de seguro	5.574	5.995	6.122	6.241	6.274	6.369	6.452	6.566
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.795	5.186	5.308	5.413	5.446	5.539	5.621	5.717
Reservas para primas y para siniestros	778	808	814	828	828	829	831	850
= Riqueza financiera neta	-112	-139	-169	-24	-42	46	30	35

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					
				4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012 Jun	17.119,7	933,2	6,5	14.820,1	872,0	-1,2	16.703,5	962,4	-18,0	3,7	26,7	3,0
Jul	17.115,1	891,3	-4,3	14.811,7	834,1	-8,0	16.755,7	958,4	29,3	4,0	46,4	2,8
Ago	17.097,2	752,8	-20,2	14.801,3	708,8	-12,6	16.702,5	800,8	-35,9	3,6	-2,0	1,5
Sep	17.080,1	809,9	-7,9	14.780,3	758,0	-11,8	16.653,5	844,0	-24,5	3,4	22,7	0,8
Oct	17.077,1	817,9	-1,5	14.787,3	778,8	8,6	16.673,5	901,9	28,6	3,2	13,2	1,1
Nov	17.108,6	720,9	28,2	14.818,5	681,2	27,9	16.720,9	796,1	47,6	2,8	-16,6	1,1
Dic	17.027,3	631,6	-115,4	14.734,2	591,8	-118,5	16.605,7	673,4	-135,2	1,7	-32,5	0,4
2013 Ene	17.018,0	816,5	-8,8	14.730,3	768,3	-3,4	16.581,1	898,2	5,3	1,2	-17,6	-0,4
Feb	17.028,2	706,3	-4,4	14.749,9	666,0	4,7	16.654,4	811,9	40,5	0,4	-19,2	-0,6
Mar	16.957,7	683,4	-68,0	14.725,6	634,3	-21,8	16.650,3	766,1	-19,1	-0,1	-15,6	-1,1
Abr	.	.	.	14.717,7	707,7	-8,0	16.634,0	845,6	-1,0	-0,1	-6,8	-1,3
May	.	.	.	14.799,7	665,9	83,2	16.731,6	804,5	101,8	0,1	22,5	-0,8
Jun	.	.	.	14.754,0	556,2	-45,3	16.673,2	671,9	-55,7	-0,1	-17,2	-0,6
							A largo plazo					
2012 Jun	15.658,3	278,6	35,3	13.464,0	246,3	38,9	15.105,6	262,4	20,9	3,8	27,9	3,6
Jul	15.638,1	264,9	-20,2	13.435,6	233,1	-28,3	15.126,2	271,7	0,0	3,9	35,6	3,1
Ago	15.629,6	147,0	-10,2	13.428,8	126,8	-8,6	15.089,5	142,0	-21,2	3,9	20,5	2,1
Sep	15.644,9	256,1	23,4	13.444,8	224,7	24,0	15.091,1	251,1	23,0	4,1	65,7	1,9
Oct	15.671,6	237,3	27,0	13.467,9	212,5	23,4	15.122,8	249,8	38,7	3,8	28,8	2,4
Nov	15.726,1	219,9	53,7	13.514,7	195,1	46,1	15.180,0	223,3	59,8	3,6	2,7	2,4
Dic	15.685,5	197,3	-62,6	13.472,0	173,3	-64,6	15.113,1	193,0	-76,0	2,7	-19,9	1,8
2013 Ene	15.680,9	257,1	-4,2	13.468,5	226,9	-3,1	15.079,0	259,7	-7,2	2,2	1,7	1,3
Feb	15.685,9	229,8	-6,6	13.479,2	204,5	-1,1	15.132,3	244,4	25,3	1,4	-31,1	0,6
Mar	15.628,7	246,6	-54,4	13.477,1	216,4	0,7	15.146,6	249,5	2,2	0,9	7,7	-0,1
Abr	.	.	.	13.467,5	216,5	-9,7	15.135,8	248,0	2,9	0,9	-4,0	-0,6
May	.	.	.	13.548,5	223,9	82,2	15.227,3	261,0	95,7	1,1	27,8	-0,2
Jun	.	.	.	13.545,2	177,9	-2,7	15.211,3	196,4	-13,7	0,9	-6,5	-0,1

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	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2011	16.421	5.525	3.173	881	6.217	625	1.001	609	99	62	191	39
2012	16.606	5.427	3.226	1.000	6.268	684	956	587	82	67	187	32
2012 III	16.654	5.559	3.116	980	6.299	699	868	538	64	64	177	26
IV	16.606	5.427	3.226	1.000	6.268	684	790	463	74	64	164	25
2013 I	16.650	5.286	3.222	1.028	6.425	690	825	439	81	61	212	32
II	16.673	5.146	3.254	1.037	6.559	678	774	408	64	66	202	34
2013 Mar	16.650	5.286	3.222	1.028	6.425	690	766	368	96	69	197	36
Abr	16.634	5.244	3.248	1.041	6.410	691	846	469	63	69	202	43
May	16.732	5.204	3.271	1.039	6.532	685	804	404	75	62	230	33
Jun	16.673	5.146	3.254	1.037	6.559	678	672	350	53	68	175	25
A corto plazo												
2011	1.595	702	103	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2012	1.493	601	136	81	610	64	702	489	37	52	104	21
2012 III	1.562	667	103	89	626	77	646	455	25	48	100	17
IV	1.493	601	136	81	610	64	568	392	27	46	88	16
2013 I	1.504	582	139	90	624	68	574	361	31	47	112	23
II	1.462	560	135	88	624	54	539	338	25	51	102	23
2013 Mar	1.504	582	139	90	624	68	517	307	25	51	105	29
Abr	1.498	581	144	93	613	66	598	398	27	51	97	25
May	1.504	575	145	98	625	61	543	329	25	50	113	27
Jun	1.462	560	135	88	624	54	476	287	24	52	95	18
A largo plazo ²⁾												
2011	14.826	4.823	3.070	802	5.583	548	253	98	51	9	84	10
2012	15.113	4.826	3.089	919	5.658	621	254	99	45	16	83	12
2012 III	15.091	4.892	3.013	891	5.673	622	222	82	38	16	77	8
IV	15.113	4.826	3.089	919	5.658	621	222	71	47	18	77	9
2013 I	15.147	4.704	3.083	938	5.801	621	251	78	50	14	100	9
II	15.211	4.585	3.119	948	5.934	624	235	70	39	15	101	10
2013 Mar	15.147	4.704	3.083	938	5.801	621	250	61	71	18	92	7
Abr	15.136	4.663	3.104	947	5.797	624	248	71	37	18	105	18
May	15.227	4.630	3.126	941	5.906	624	261	75	50	12	118	6
Jun	15.211	4.585	3.119	948	5.934	624	196	64	30	16	80	7
del cual: a tipo fijo												
2011	9.987	2.764	1.115	705	4.994	408	150	54	12	8	70	7
2012	10.544	2.838	1.292	821	5.149	444	165	54	18	15	71	7
2012 III	10.471	2.860	1.242	795	5.132	442	139	37	14	15	68	4
IV	10.544	2.838	1.292	821	5.149	444	143	36	21	17	64	6
2013 I	10.679	2.791	1.343	838	5.257	450	165	41	25	12	80	7
II	10.789	2.739	1.388	847	5.360	455	154	34	20	13	79	8
2013 Mar	10.679	2.791	1.343	838	5.257	450	153	28	24	16	83	2
Abr	10.697	2.779	1.364	847	5.254	453	157	33	16	16	78	14
May	10.772	2.757	1.382	841	5.338	455	169	37	26	10	91	5
Jun	10.789	2.739	1.388	847	5.360	455	136	32	17	14	68	5
del cual: a tipo variable												
2011	4.340	1.789	1.806	93	513	139	85	37	32	1	11	3
2012	4.142	1.734	1.702	94	437	175	77	38	24	1	8	5
2012 III	4.177	1.767	1.671	93	467	179	72	40	23	1	4	4
IV	4.142	1.734	1.702	94	437	175	70	30	25	1	10	4
2013 I	4.021	1.660	1.642	96	453	170	69	30	22	1	13	3
II	3.986	1.606	1.630	98	483	169	68	31	16	2	17	2
2013 Mar	4.021	1.660	1.642	96	453	170	79	22	45	2	4	5
Abr	4.007	1.639	1.639	97	461	171	78	32	16	2	24	4
May	4.021	1.630	1.642	97	483	168	79	33	21	2	22	1
Jun	3.986	1.606	1.630	98	483	169	47	27	10	3	6	2

Fuente: BCE.

1) 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.

2) 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)

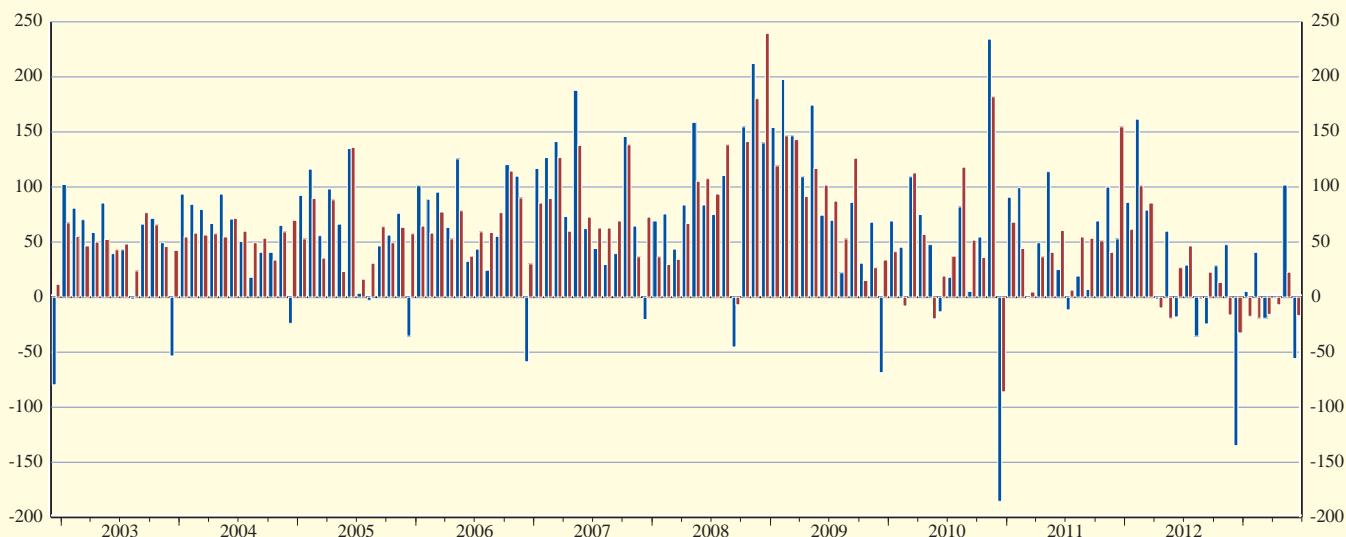
2. Emisiones netas

	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	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2011	51,1	22,3	-3,6	3,7	23,2	5,6	-	-	-	-	-	-
2012	23,0	-6,5	3,0	10,3	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2012 III	-10,4	-4,8	-21,3	10,7	4,3	0,8	22,4	-3,1	-8,0	11,3	20,4	1,8
IV	-19,6	-39,5	26,2	8,1	-9,5	-4,9	-12,0	-27,6	6,0	11,1	4,7	-6,2
2013 I	8,9	-47,1	-6,3	9,0	51,9	1,5	-17,5	-61,8	1,3	6,5	35,9	0,7
II	15,0	-41,5	11,1	3,3	45,4	-3,3	-0,5	-40,4	10,4	2,1	30,4	-3,0
2013 Mar	-19,1	-75,2	-11,9	9,0	50,0	8,9	-15,6	-67,1	-11,1	7,8	51,9	2,9
Abr	-1,0	-33,6	28,8	14,9	-13,3	2,2	-6,8	-38,4	14,4	8,5	5,1	3,5
May	101,8	-37,0	22,8	-0,9	122,3	-5,5	22,5	-50,5	13,4	-4,4	69,5	-5,5
Jun	-55,7	-53,9	-18,3	-4,2	27,2	-6,5	-17,2	-32,3	3,3	2,4	16,5	-7,2
	A largo plazo											
2011	47,0	11,6	-2,3	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2012	32,7	2,1	1,1	10,1	15,1	4,2	-	-	-	-	-	-
2012 III	0,6	-2,0	-16,8	13,3	3,4	2,7	40,6	2,0	-6,0	13,9	25,7	5,0
IV	7,5	-17,1	18,8	10,5	-4,1	-0,7	3,8	-6,7	0,8	11,3	-1,5	-0,1
2013 I	6,8	40,1	5,7	5,9	46,7	0,0	7,2	47,8	1,5	5,7	34,9	-1,5
II	28,3	-34,7	12,6	4,0	45,1	1,4	5,8	-40,7	12,7	3,0	31,0	-0,2
2013 Mar	2,2	-63,2	8,8	8,6	47,6	0,4	7,7	-55,9	12,4	7,2	47,6	-3,5
Abr	2,9	-33,8	23,3	12,0	-2,6	3,9	-4,0	-39,2	12,8	8,4	11,6	2,4
May	95,7	-30,0	22,2	-5,8	109,5	-0,2	27,8	-42,9	14,1	-5,0	61,9	-0,3
Jun	-13,7	-40,2	-7,8	5,8	28,2	0,3	-6,5	-40,0	11,1	5,5	19,6	-2,7

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

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

- █ Emisiones netas
- █ Emisiones netas desestacionalizadas



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 euro¹⁾

(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											
2012 Jun	3,7	3,3	1,5	10,6	3,5	11,7	3,0	0,4	2,9	13,2	2,6	17,5
Jul	4,0	4,1	1,2	10,5	3,4	14,7	2,8	1,7	1,6	12,4	1,9	14,3
Ago	3,6	3,6	0,6	10,9	3,3	12,4	1,5	0,1	-1,0	12,7	1,9	7,5
Sep	3,4	2,4	0,5	12,6	3,9	10,9	0,8	-2,3	-2,7	13,7	3,2	3,2
Oct	3,2	2,0	0,0	12,7	3,8	10,8	1,1	-1,3	-3,8	13,5	3,7	3,4
Nov	2,8	1,1	0,2	12,5	3,9	8,0	1,1	-0,7	-4,4	13,2	3,7	2,0
Dic	1,7	-1,4	1,2	14,1	2,5	6,1	0,4	-3,3	-0,4	14,7	2,4	-3,8
2013 Ene	1,2	-2,1	0,9	13,5	2,2	4,6	-0,4	-5,7	0,2	14,6	2,4	-4,0
Feb	0,4	-4,2	0,8	13,2	2,6	0,3	-0,6	-8,3	2,7	13,6	3,3	-6,1
Mar	-0,1	-5,9	-0,7	12,5	3,6	-0,8	-1,1	-9,4	1,4	11,2	3,9	-4,7
Abr	-0,1	-6,0	-0,7	12,3	3,5	0,4	-1,3	-10,5	2,4	10,8	3,5	-2,7
May	0,1	-6,3	-0,3	10,7	4,5	-0,4	-0,8	-11,4	3,8	8,4	5,3	-2,9
Jun	-0,1	-7,2	0,9	9,8	4,4	-2,6	-0,6	-10,9	2,2	5,2	6,4	-2,1
	A largo plazo											
2012 Jun	3,8	1,9	1,6	8,8	5,4	10,7	3,6	1,6	2,1	11,8	4,0	13,8
Jul	3,9	2,2	1,2	9,8	5,3	12,1	3,1	1,8	1,0	11,8	3,1	13,8
Ago	3,9	2,2	0,7	10,7	5,3	11,4	2,1	0,4	-1,0	12,1	3,4	8,1
Sep	4,1	1,6	0,6	13,6	6,0	11,8	1,9	-1,5	-2,2	13,7	5,0	7,6
Oct	3,8	1,7	0,0	14,0	5,7	10,7	2,4	-0,1	-3,1	16,6	5,3	6,8
Nov	3,6	1,6	0,1	14,0	5,2	9,5	2,4	1,0	-4,0	17,7	4,6	7,0
Dic	2,7	0,5	0,5	15,2	3,3	9,2	1,8	-0,6	-1,0	18,6	2,6	4,9
2013 Ene	2,2	-0,1	0,3	14,8	2,8	8,6	1,3	-2,0	-0,4	17,9	2,5	3,8
Feb	1,4	-2,2	-0,3	13,9	3,3	4,5	0,6	-4,7	0,5	15,7	3,2	1,0
Mar	0,9	-4,1	-0,9	12,8	4,3	2,9	-0,1	-6,6	0,5	11,8	3,6	-1,6
Abr	0,9	-4,2	-0,9	13,8	4,3	3,2	-0,6	-8,2	1,3	10,9	3,3	-0,1
May	1,1	-4,6	-0,5	12,6	5,0	2,9	-0,2	-9,9	2,9	7,7	5,5	-1,0
Jun	0,9	-5,8	0,9	11,9	4,8	1,6	-0,1	-10,7	2,8	5,7	7,1	-1,7

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 euro¹⁾ (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 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
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2011	6,4	4,8	3,5	6,4	7,8	7,7	-0,9	-1,4	-6,1	-2,1	22,3	16,1
2012	5,4	4,4	2,3	10,5	5,8	7,3	-0,8	-0,2	-4,9	-1,1	6,6	23,3
2012 III	5,1	4,0	1,2	11,3	5,5	6,9	-0,1	-0,2	-3,6	0,0	6,6	25,5
IV	5,7	3,5	3,9	15,4	5,9	6,8	-3,3	-0,7	-8,1	-1,4	-2,4	20,3
2013 I	4,5	0,8	6,5	15,7	4,3	6,0	-6,8	-4,2	-10,6	-1,4	-7,6	7,8
II	3,8	-2,9	7,7	14,4	5,0	4,5	-7,6	-6,7	-11,0	1,2	-1,8	-0,8
2013 Ene	4,9	2,3	5,9	16,3	4,2	7,5	-6,2	-3,1	-9,8	-1,7	-10,4	11,6
Feb	4,1	0,0	7,0	15,2	4,0	5,1	-7,5	-4,8	-11,9	-1,1	-5,7	3,9
Mar	3,8	-2,6	7,6	14,4	5,0	4,1	-7,8	-6,3	-11,2	-1,0	-5,0	0,7
Abr	3,9	-2,6	8,0	15,3	4,8	4,6	-7,6	-6,4	-10,9	0,6	-3,9	0,5
May	3,8	-3,1	7,2	14,1	5,2	5,0	-7,4	-6,4	-11,6	1,4	1,3	-1,6
Jun	3,6	-3,7	8,2	13,0	5,1	3,9	-7,7	-8,6	-9,9	4,6	-0,6	-3,5
En euros												
2011	6,5	4,0	3,6	6,7	8,1	7,3	-0,4	0,1	-6,7	-3,0	22,2	15,3
2012	5,7	5,0	2,0	10,8	5,9	7,2	-0,5	2,1	-6,6	-1,9	6,3	22,9
2012 III	5,3	4,9	0,7	11,4	5,5	6,4	0,2	2,6	-5,9	-0,1	6,3	25,5
IV	5,8	3,9	3,3	16,4	5,9	6,3	-3,3	1,4	-10,1	-1,7	-2,9	20,5
2013 I	4,3	0,6	4,8	17,6	4,3	5,3	-7,0	-2,9	-12,3	-1,2	-8,4	7,9
II	3,6	-3,6	5,3	16,3	5,0	4,4	-7,8	-6,0	-12,3	2,9	-2,4	-1,4
2013 Ene	4,7	2,3	4,7	18,2	4,2	6,4	-6,4	-1,7	-11,2	-1,6	-11,2	11,4
Feb	3,8	-0,6	5,0	17,3	4,0	4,7	-8,0	-3,7	-14,1	-1,1	-6,4	4,2
Mar	3,6	-3,3	5,3	16,6	4,9	3,6	-7,9	-5,1	-12,5	0,3	-5,7	0,4
Abr	3,7	-3,0	5,9	17,4	4,8	4,6	-7,7	-5,3	-12,3	2,7	-4,6	-0,3
May	3,5	-3,8	4,9	15,8	5,1	4,9	-7,5	-5,8	-12,7	3,0	0,8	-1,9
Jun	3,3	-4,7	5,2	15,0	5,1	3,9	-8,1	-8,3	-11,1	5,6	-1,0	-4,1

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)

AAPP
IFM (incluido el Eurosistema)
No IFM



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 euro¹⁾

(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 interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Jun	4.703,3	105,5	1,7	491,5	10,2	350,5	4,6	3.861,3	0,4
Jul	4.485,9	105,7	1,9	458,6	12,1	325,5	4,9	3.701,7	0,4
Ago	3.958,3	105,9	2,1	382,9	13,4	281,6	4,9	3.293,9	0,4
Sep	3.724,7	105,9	2,0	350,5	13,1	264,1	5,8	3.110,1	0,3
Oct	4.017,0	105,9	1,7	360,5	9,9	287,6	5,8	3.369,0	0,3
Nov	3.866,3	106,0	1,5	329,8	8,9	271,2	4,6	3.265,3	0,3
Dic	3.878,2	106,1	1,6	339,3	9,3	270,4	4,9	3.268,5	0,4
2012 Ene	4.091,3	106,3	1,7	375,5	11,4	297,7	4,0	3.418,2	0,4
Feb	4.257,4	106,3	1,5	394,7	10,7	310,9	3,1	3.551,9	0,3
Mar	4.241,3	106,4	1,5	373,1	11,3	310,7	2,8	3.557,5	0,3
Abr	4.068,4	106,5	1,4	327,3	10,7	291,6	3,1	3.449,5	0,2
May	3.762,9	106,5	1,5	280,9	10,0	259,8	3,4	3.222,1	0,4
Jun	3.925,6	106,6	1,1	317,6	7,7	279,9	2,8	3.328,0	0,3
Jul	4.051,7	106,8	1,0	309,9	5,8	287,1	2,8	3.454,7	0,3
Ago	4.176,4	106,8	0,9	349,7	4,6	304,3	3,3	3.522,5	0,3
Sep	4.242,3	106,9	0,9	365,0	4,9	319,2	2,8	3.558,1	0,4
Oct	4.309,6	107,0	1,0	383,6	5,0	329,5	2,9	3.596,5	0,4
Nov	4.397,5	106,9	0,9	395,7	5,5	337,8	2,4	3.664,0	0,3
Dic	4.497,8	107,2	1,0	402,4	4,9	352,9	2,4	3.742,5	0,5
2013 Ene	4.644,2	107,3	0,9	441,6	2,7	365,5	2,5	3.837,1	0,6
Feb	4.629,2	107,1	0,8	416,1	2,7	359,1	2,7	3.854,0	0,4
Mar	4.632,1	106,9	0,5	380,4	2,2	363,4	2,6	3.888,3	0,1
Abr	4.731,5	106,8	0,3	410,8	0,9	383,7	2,7	3.936,9	0,1
May	4.852,6	107,1	0,5	443,0	1,9	396,5	2,5	4.013,1	0,2
Jun	4.651,5	107,9	1,2	418,8	7,6	382,3	2,6	3.850,4	0,4

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

(tasas de variación interanual)

- IFM
- Instituciones financieras distintas de las IFM
- - - Sociedades no financieras



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)

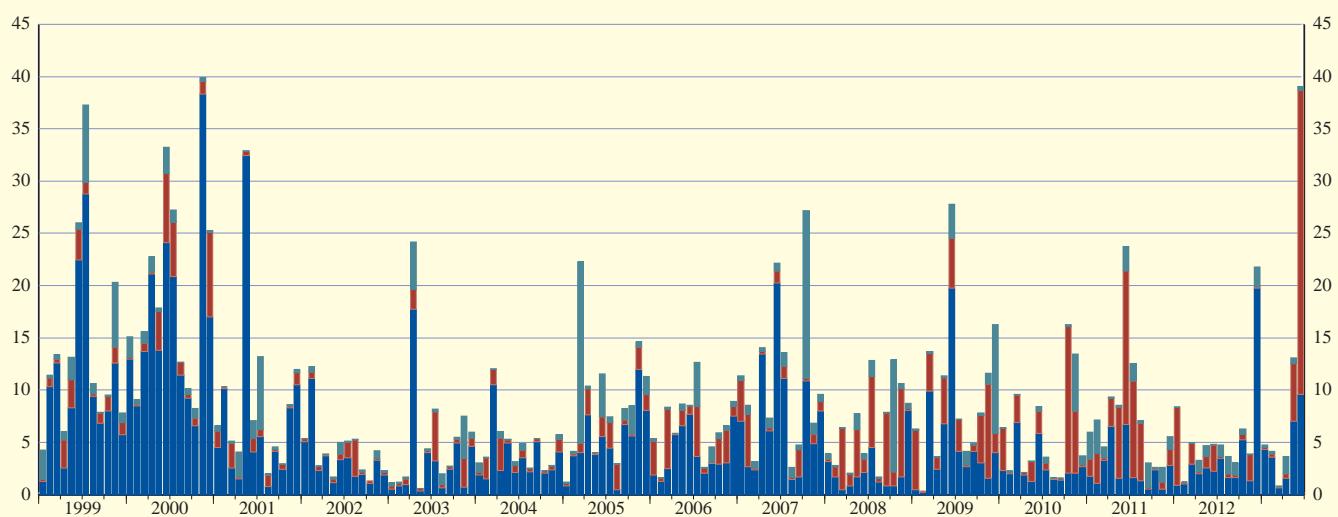
2. Operaciones realizadas en el mes

	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
2011 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
	12,5	0,7	11,8	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
	7,1	1,0	6,1	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,8	0,5
	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
	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	1,1	4,4	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,1	1,7
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
	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,0	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
	3,7	1,8	1,8	0,4	0,0	0,4	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7	-0,1
	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,1	5,3	1,7	3,6
	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Dic	21,6	11,4	10,2	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,7	10,8	8,9
2013 Ene	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
	4,2	11,4	-7,2	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,6	11,4	-7,8
	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
	3,6	5,9	-2,3	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
	13,1	1,8	11,3	5,5	0,0	5,5	0,6	0,0	0,5	7,0	1,8	5,2
Jun	39,0	1,7	37,4	29,2	0,0	29,1	0,3	0,1	0,3	9,6	1,6	8,0

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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

 Sociedades no financieras
 IFM
 Instituciones financieras distintas de las IFM



Fuente: BCE.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos¹⁾
(porcentaje; saldos vivos a fin de periodo; las nuevas operaciones se refieren a la media del periodo, 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			A más de 2 años			
		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			
2012 Ago	0,44	2,66	2,76	2,51	1,68	1,82	0,46	1,10	2,12	2,42	1,01			
Sep	0,42	2,80	2,83	2,43	1,65	1,78	0,46	1,11	2,37	2,53	1,41			
Oct	0,41	2,74	2,56	2,50	1,62	1,73	0,45	1,05	2,18	2,21	1,50			
Nov	0,40	2,73	2,46	2,35	1,61	1,65	0,43	1,03	2,03	2,21	1,12			
Dic	0,39	2,73	2,59	2,25	1,59	1,59	0,42	1,08	1,92	2,16	1,53			
2013 Ene	0,37	2,61	2,37	2,42	1,53	1,53	0,39	1,09	2,00	2,16	1,17			
Feb	0,36	2,44	2,23	2,29	1,39	1,48	0,40	1,05	1,99	2,08	0,63			
Mar	0,36	2,29	2,17	2,28	1,37	1,43	0,40	0,93	1,85	1,99	1,00			
Abr	0,34	2,33	2,10	2,25	1,36	1,36	0,38	0,96	1,70	1,90	0,68			
May	0,33	2,04	2,06	2,25	1,31	1,30	0,38	0,83	1,86	1,98	0,48			
Jun	0,32	1,88	1,88	2,12	1,30	1,27	0,38	0,83	1,65	1,77	0,72			
Jul	0,31	1,88	1,90	2,09	1,28	1,23	0,37	0,82	1,61	1,78	0,88			

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	
2012 Ago	8,12	16,96	5,79	6,28	7,67	7,37	2,94	3,33	3,21	3,52	3,48	3,43	4,45	3,32	
Sep	8,14	16,96	5,78	6,18	7,62	7,25	2,92	3,27	3,21	3,49	3,45	3,23	4,48	3,31	
Oct	8,04	16,97	5,62	6,13	7,67	7,15	2,88	3,24	3,15	3,49	3,42	3,24	4,25	3,33	
Nov	7,96	16,95	5,62	6,09	7,67	7,13	2,87	3,18	3,14	3,40	3,35	3,33	4,23	3,23	
Dic	7,94	16,93	5,35	6,05	7,55	6,94	2,87	3,25	3,25	3,45	3,41	3,15	4,12	3,01	
2013 Ene	7,97	17,06	5,76	6,11	7,88	7,26	2,87	3,17	3,03	3,35	3,34	3,19	4,06	3,08	
Feb	7,97	17,04	5,89	6,03	7,83	7,25	2,88	3,17	3,05	3,35	3,35	3,16	4,07	3,21	
Mar	7,95	17,06	5,86	5,98	7,75	7,15	2,86	3,19	3,13	3,34	3,38	3,16	4,16	3,17	
Abr	7,93	17,08	5,73	5,92	7,75	7,06	2,87	3,13	3,06	3,34	3,38	3,26	3,97	3,11	
May	7,91	17,08	6,00	6,09	7,71	7,20	2,87	3,09	2,95	3,22	3,32	3,32	4,11	3,14	
Jun	7,84	17,04	5,85	6,02	7,56	7,07	2,82	2,99	2,87	3,16	3,25	3,10	4,08	3,01	
Jul	7,75	16,93	5,61	6,11	7,64	7,11	2,84	2,97	2,90	3,17	3,28	3,19	3,75	3,18	

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		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012 Ago	4,20	4,84	4,95	4,31	4,50	3,92	3,88	2,05	2,96	3,08	3,21	3,16	3,01
Sep	4,18	4,69	4,75	4,26	4,45	3,88	3,93	2,15	2,57	2,93	2,73	2,95	3,06
Oct	4,21	4,74	4,89	4,29	4,31	3,79	3,94	2,12	2,91	3,30	3,01	2,93	3,20
Nov	4,17	4,65	4,82	4,16	4,31	3,79	3,78	2,11	2,68	3,76	3,26	2,90	2,91
Dic	4,18	4,62	4,55	4,24	4,24	3,68	3,51	2,17	2,79	2,84	3,32	2,79	3,01
2013 Ene	4,21	4,68	4,70	4,03	4,16	3,62	3,68	2,09	2,88	3,32	4,29	2,92	3,02
Feb	4,20	4,70	4,69	4,05	4,25	3,70	3,66	2,02	2,85	3,13	4,42	2,93	3,14
Mar	4,16	4,56	4,71	4,11	4,25	3,75	3,61	2,00	2,91	3,07	4,06	2,85	2,85
Abr	4,15	4,78	4,73	4,16	4,07	3,62	3,58	2,14	2,77	3,21	4,16	3,00	2,94
May	4,10	4,76	4,76	4,12	4,12	3,61	3,48	2,10	2,71	3,21	3,52	2,68	2,79
Jun	4,11	4,54	4,60	4,40	4,34	3,56	3,41	2,05	2,59	3,01	2,96	2,71	3,12
Jul	4,09	4,65	4,82	4,34	4,09	3,48	3,45	2,13	2,72	2,72	2,82	2,98	3,17

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. Este coste total comprende un componente de tipos de interés y de otros 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 préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos¹⁾.
(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	
2012 Ago	0,44	2,70	2,78	1,68	1,82	0,46	1,84	3,01	2,46	
Sep	0,42	2,69	2,79	1,65	1,78	0,46	1,82	3,02	2,61	
Oct	0,41	2,67	2,74	1,62	1,73	0,45	1,78	2,95	2,55	
Nov	0,40	2,66	2,75	1,61	1,65	0,43	1,79	2,96	2,54	
Dic	0,39	2,64	2,73	1,59	1,59	0,42	1,80	2,91	2,65	
2013 Ene	0,37	2,58	2,71	1,53	1,53	0,39	1,75	2,88	2,32	
Feb	0,36	2,58	2,75	1,39	1,48	0,40	1,72	2,93	1,99	
Mar	0,36	2,53	2,70	1,37	1,43	0,40	1,65	2,89	2,18	
Abr	0,34	2,47	2,70	1,36	1,36	0,38	1,60	2,83	1,99	
May	0,33	2,41	2,67	1,31	1,30	0,38	1,57	2,79	1,62	
Jun	0,32	2,36	2,67	1,30	1,27	0,38	1,51	2,80	1,72	
Jul	0,31	2,28	2,65	1,28	1,23	0,37	1,46	2,77	1,66	

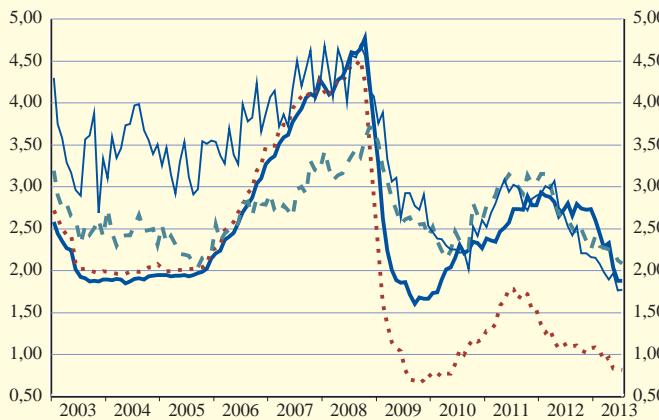
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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
2012 Ago	3,73	3,52	3,67	7,77	6,23	5,05	3,81	3,41	3,36
Sep	3,71	3,51	3,67	7,80	6,30	5,03	3,78	3,40	3,34
Oct	3,64	3,45	3,61	7,75	6,25	4,97	3,76	3,29	3,26
Nov	3,53	3,42	3,60	7,59	6,23	4,95	3,72	3,30	3,25
Dic	3,49	3,39	3,56	7,75	6,18	4,92	3,71	3,28	3,22
2013 Ene	3,46	3,36	3,52	7,76	6,21	4,89	3,73	3,26	3,17
Feb	3,45	3,35	3,51	7,77	6,24	4,91	3,72	3,26	3,19
Mar	3,50	3,36	3,49	7,79	6,21	4,89	3,68	3,25	3,16
Abr	3,49	3,33	3,49	7,74	6,19	4,88	3,66	3,25	3,15
May	3,47	3,30	3,46	7,65	6,14	4,86	3,65	3,24	3,13
Jun	3,50	3,29	3,43	7,62	6,18	4,87	3,61	3,24	3,14
Jul	3,51	3,24	3,40	7,62	6,18	4,84	3,62	3,26	3,15

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

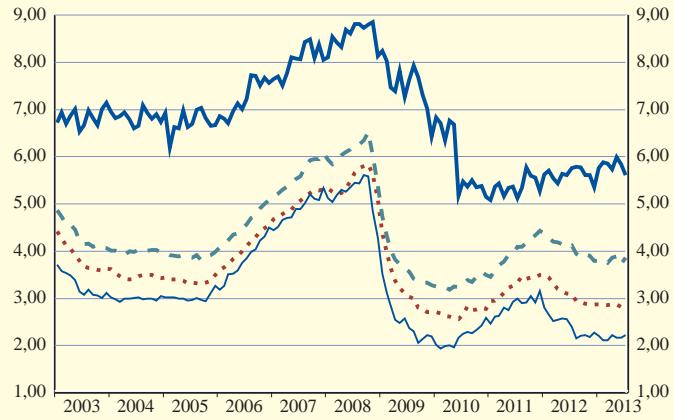
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, a más de 2 años



G22 Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial

(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, véase la página S42.

4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonia) 1	Depósitos a 1 mes (euribor) 2	Depósitos a 3 meses (euribor) 3	Depósitos a 6 meses (euribor) 4	Depósitos a 12 meses (euribor) 5		
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
2012	0,23	0,33	0,58	0,83	1,11	0,43	0,19
2012 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
IV	0,08	0,11	0,20	0,37	0,60	0,32	0,19
2013 I	0,07	0,12	0,21	0,34	0,57	0,29	0,16
II	0,08	0,12	0,21	0,31	0,51	0,28	0,16
2012 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
Oct	0,09	0,11	0,21	0,41	0,65	0,33	0,19
Nov	0,08	0,11	0,19	0,36	0,59	0,31	0,19
Dic	0,07	0,11	0,19	0,32	0,55	0,31	0,18
2013 Ene	0,07	0,11	0,20	0,34	0,58	0,30	0,17
Feb	0,07	0,12	0,22	0,36	0,59	0,29	0,16
Mar	0,07	0,12	0,21	0,33	0,54	0,28	0,16
Abr	0,08	0,12	0,21	0,32	0,53	0,28	0,16
May	0,08	0,11	0,20	0,30	0,48	0,27	0,16
Jun	0,09	0,12	0,21	0,32	0,51	0,27	0,15
Jul	0,09	0,13	0,22	0,34	0,53	0,27	0,16
Ago	0,08	0,13	0,23	0,34	0,54	0,26	0,15

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

(medias mensuales; porcentaje)

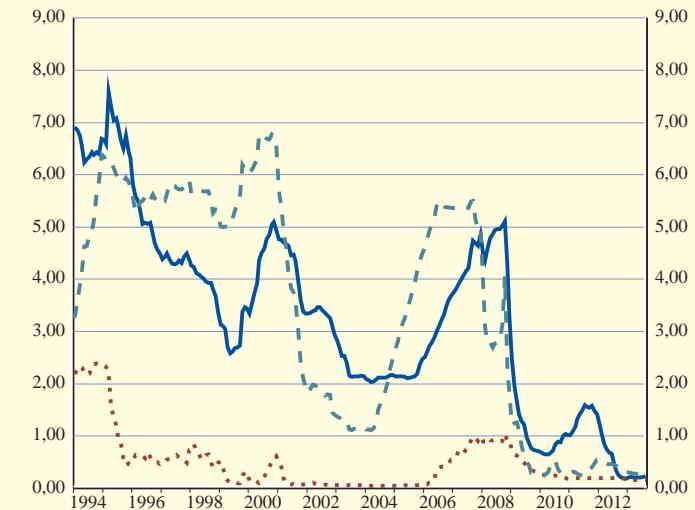
- Tipo a un mes
- Tipo a tres meses
- Tipo a doce meses



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)

- Zona del euro^{1),2)}
- Japón
- Estados Unidos



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⁾

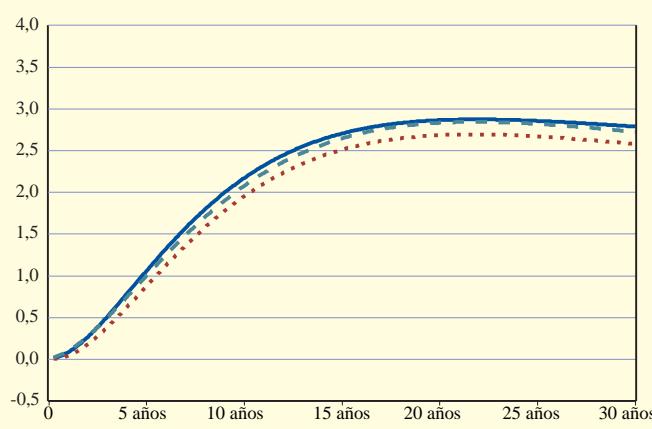
(deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos <i>forward</i> 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
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
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2012 II	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
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
IV	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 I	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
II	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
2012 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
Oct	0,01	-0,01	0,09	0,78	1,31	1,95	1,94	1,86	0,02	0,39	2,13	3,72
Nov	0,04	-0,02	0,04	0,65	1,15	1,80	1,76	1,76	-0,03	0,27	1,91	3,60
Dic	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013 Ene	0,07	0,15	0,32	0,99	1,45	2,02	1,95	1,71	0,28	0,70	2,18	3,62
Feb	0,03	0,01	0,10	0,74	1,24	1,88	1,86	1,78	0,05	0,38	1,99	3,72
Mar	0,04	0,00	0,07	0,65	1,12	1,76	1,72	1,69	0,01	0,29	1,83	3,60
Abr	0,03	-0,01	0,04	0,54	0,96	1,55	1,52	1,51	-0,01	0,23	1,58	3,28
May	0,02	0,03	0,13	0,75	1,22	1,84	1,82	1,71	0,08	0,41	1,95	3,62
Jun	0,03	0,11	0,30	1,05	1,54	2,14	2,11	1,84	0,27	0,73	2,35	3,78
Jul	0,01	0,04	0,18	0,88	1,36	1,95	1,95	1,77	0,14	0,54	2,14	3,59
Ago	0,02	0,09	0,27	1,06	1,58	2,17	2,16	1,90	0,23	0,71	2,43	3,78

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

(porcentaje; fin de período)

- Agosto 2013
- Julio 2013
- Junio 2013



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 de la zona del euro con calificación AAA.

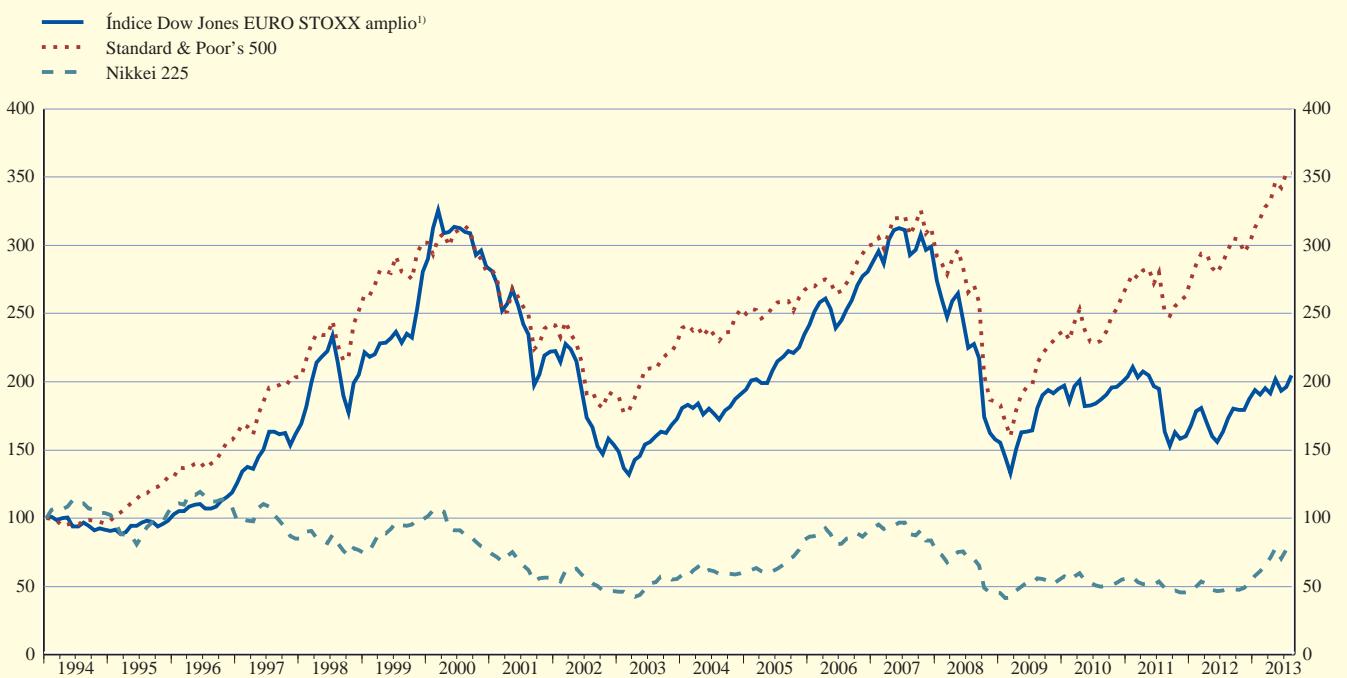
4.8 Índices bursátiles

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

Referencia	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	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	
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
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
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
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
IV	252,0	2.543,3	536,8	163,6	407,4	310,5	133,0	347,7	231,6	232,0	245,4	570,7	1.418,1	9.208,6
2013 I	268,2	2.676,6	568,7	181,2	443,1	309,8	144,1	378,1	257,2	222,9	241,3	600,1	1.514,0	11.457,6
II	271,8	2.696,1	574,6	188,6	458,8	303,7	141,5	383,0	259,3	226,1	239,3	653,6	1.609,5	13.629,3
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
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
Oct	248,7	2.503,5	528,4	159,1	398,3	311,7	130,2	340,2	219,9	241,9	255,9	567,6	1.437,8	8.827,4
Nov	248,7	2.514,0	526,1	162,8	403,8	308,0	131,2	343,7	230,6	226,9	239,0	563,3	1.394,5	9.059,9
Dic	259,7	2.625,6	559,5	170,0	422,7	312,0	138,5	361,5	246,8	225,8	240,2	583,1	1.422,3	9.814,4
2013 Ene	269,1	2.715,3	568,4	176,4	434,1	319,7	148,6	373,9	255,3	228,5	251,7	588,6	1.480,4	10.750,9
Feb	264,7	2.630,4	561,0	180,7	439,1	301,4	143,2	372,7	256,0	218,5	231,1	586,7	1.512,3	11.336,4
Mar	270,8	2.680,2	576,6	187,2	457,1	307,4	140,1	388,2	260,6	221,0	240,2	626,1	1.550,8	12.244,0
Abr	265,9	2.636,3	560,9	187,0	449,8	299,6	136,0	374,1	250,5	225,2	238,6	650,8	1.570,7	13.224,1
May	280,2	2.785,8	590,1	192,5	472,0	315,0	147,5	392,7	267,1	232,0	248,7	668,7	1.639,8	14.532,4
Jun	268,3	2.655,8	571,1	185,9	453,0	294,9	140,4	381,3	259,5	220,4	229,2	639,2	1.618,8	13.106,6
Jul	272,4	2.686,5	569,6	193,1	465,9	298,7	142,0	389,5	268,1	215,1	231,5	642,5	1.668,7	14.317,5
Ago	284,2	2.803,8	581,8	198,2	482,8	314,9	153,2	407,0	276,1	223,8	245,6	636,8	1.670,1	13.726,7

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

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo¹⁾

	Índice: 2005 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
		Total	Bienes	Servicios	Total	Alimentos	Alimentos	Bienes	Energía	Servicios	IAPC total	Precios
						elaborados	no elaborados				excluidos	administrados
% del total en 2012		100,0	100,0	81,7	57,7	42,3	100,0	12,0	7,3	27,4	11,0	42,3
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
												12
												13
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3
2012 II	115,9	2,5	1,8	3,0	1,8	0,5	0,6	0,7	0,3	1,0	0,5	2,3
III	115,7	2,5	1,7	3,1	1,8	0,5	0,4	1,1	0,1	1,2	0,5	2,3
IV	116,7	2,3	1,6	2,7	1,7	0,4	0,7	1,6	0,3	-0,1	0,3	2,0
2013 I	116,4	1,9	1,5	2,0	1,7	0,4	0,6	0,6	0,1	1,0	0,4	1,7
II	117,5	1,4	1,3	1,5	1,3	0,1	0,5	1,5	0,1	-1,8	0,2	1,3
2013 Mar	117,5	1,7	1,6	1,7	1,8	0,1	0,2	0,3	0,1	-0,6	0,3	1,5
Abr	117,4	1,2	1,1	1,2	1,1	-0,3	0,1	0,6	0,0	-1,0	-0,5	1,0
May	117,5	1,4	1,3	1,4	1,5	0,2	0,2	0,8	0,0	-1,2	0,5	1,3
Jun	117,6	1,6	1,3	1,7	1,4	0,1	0,2	0,7	0,0	0,1	0,2	1,5
Jul	117,0	1,6	1,3	1,7	1,4	0,2	0,4	0,2	-0,2	0,8	0,2	1,6
Ago ³⁾	117,1	1,3	.	.	1,5	.	.	.	0,4	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres	Alquileres				
% del total en 2012	19,4	12,0	7,3	38,3	27,4	11,0	10,3	6,0	7,2	3,1	14,7	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2012 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	2,7	3,4	3,2	1,3	8,0	1,9	1,5	3,0	-3,1	2,2	1,9
IV	3,1	2,4	4,3	2,5	1,1	6,3	1,8	1,5	3,1	-3,8	2,1	1,9
2013 I	2,9	2,3	3,9	1,5	0,8	3,2	1,8	1,5	3,1	-4,6	2,8	0,7
II	3,1	2,1	4,8	0,6	0,8	0,3	1,6	1,3	2,5	-4,5	2,0	0,9
2013 Mar	2,7	2,2	3,5	1,2	1,0	1,7	1,8	1,5	3,0	-5,0	3,4	0,8
Abr	2,9	2,1	4,2	0,5	0,8	-0,4	1,7	1,3	2,4	-4,8	1,5	0,8
May	3,2	2,1	5,1	0,5	0,8	-0,2	1,6	1,4	2,8	-4,2	2,2	1,0
Jun	3,2	2,1	5,0	1,0	0,7	1,6	1,6	1,3	2,4	-4,6	2,4	0,9
Jul	3,5	2,5	5,1	0,8	0,4	1,6	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,1	0,8
Ago ³⁾	3,3	.	.	.	0,3	-0,4	.	.	.	.	.	.

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 el sitio web 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 2010	Precios industriales, excluida construcción											Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾		
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía						
		Industria manufac-	tura	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2009	97,4	-4,8	-5,1	-2,8	-5,4	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-10,9	0,3	-3,4			
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,3	0,4	0,7	0,4	5,5	2,0	1,2			
2011	105,8	5,8	5,4	3,9	5,9	1,5	3,3	1,9	3,4	11,0	3,3	1,3			
2012	108,9	3,0	2,1	1,4	0,8	1,0	2,5	1,6	2,6	6,4	1,7	-1,7			
2012 II	108,7	2,7	1,7	1,2	0,4	1,1	2,1	1,7	2,2	6,2	1,8	-1,2			
III	109,3	2,7	1,9	1,1	0,3	0,9	2,3	1,5	2,4	6,1	1,4	-2,8			
IV	109,4	2,4	2,0	1,6	1,4	0,8	2,5	1,1	2,6	4,3	1,3	-2,2			
2013 I	109,7	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	2,1	0,7	2,3	1,2	1,0	-2,9			
II	108,7	0,0	-0,1	0,6	-0,4	0,6	1,9	0,7	2,1	-1,5	-	-			
2013 Feb	109,8	1,3	1,0	1,3	0,8	0,8	2,1	0,6	2,3	1,6	-	-			
Mar	109,6	0,6	0,2	1,0	0,4	0,7	1,9	0,6	2,1	-0,3	-	-			
Abr	108,9	-0,2	-0,5	0,6	-0,3	0,6	1,8	0,7	1,9	-2,0	-	-			
May	108,6	-0,2	-0,2	0,5	-0,5	0,6	1,9	0,8	2,1	-1,8	-	-			
Jun	108,6	0,3	0,4	0,6	-0,4	0,6	2,1	0,7	2,3	-0,5	-	-			
Jul	108,9	0,2	0,3	0,6	-0,5	0,5	2,0	0,6	2,2	-0,6	-	-			

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

Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflactores del PIB								
	Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino			Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ⁶⁾	Importaciones ⁶⁾	
	Total	Alimenticias	No alimenticias	Total	Alimenticias	No alimenticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	15	
% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	15	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	0,9	-0,2	-0,4	2,1	-0,3	-3,4	-6,3
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,6	0,8	0,8	3,1	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,1	2,5	0,8	1,7	3,6	5,8
2012	86,6	0,5	1,1	0,3	2,6	6,4	-0,3	110,8	1,3	1,6	2,1	1,1	1,1	1,6	2,4
2012 II	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,6	1,3	1,6	2,1	1,2	1,1	1,4	2,3
III	87,3	5,3	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6	110,9	1,3	1,6	2,0	1,4	0,9	1,6	2,3
IV	84,4	4,4	6,0	3,7	7,0	10,2	4,5	111,4	1,4	1,5	1,8	0,6	0,8	1,4	1,6
2013 I	85,0	-3,0	-2,4	-3,3	-1,6	0,0	-2,8	111,9	1,6	1,3	1,5	1,8	0,5	0,3	-0,4
II	79,0	-5,2	-4,1	-5,8	-4,3	-2,1	-6,2	112,5	1,8	1,3	1,5	1,2	0,6	0,2	-0,9
2013 Mar	84,2	-1,6	-0,4	-2,2	-0,7	1,2	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	79,3	-3,5	-3,1	-3,7	-2,0	0,3	-3,8	-	-	-	-	-	-	-	-
May	79,2	-4,8	-3,3	-5,5	-4,0	-1,5	-6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Jun	78,3	-7,4	-5,8	-8,2	-6,9	-4,8	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Jul	81,9	-12,2	-16,7	-9,8	-11,8	-13,4	-10,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago	82,6	-12,8	-20,3	-8,7	-12,2	-15,9	-8,9	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (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) Dados 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 deflactores 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	Administración 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⁾													
2011	110,5	0,9	-0,6	0,4	1,6	0,8	0,6	0,3	3,3	2,9	0,3	1,2	
2012	112,4	1,7	4,6	2,6	2,5	1,4	3,2	1,3	0,6	2,0	0,5	2,2	
2012 II	112,3	1,5	4,1	2,6	1,8	0,8	2,3	1,2	1,3	1,6	0,7	1,5	
III	112,6	1,9	6,1	2,4	2,0	1,7	3,2	0,7	0,7	2,6	1,1	2,6	
IV	113,0	1,7	6,8	2,9	3,8	1,9	5,2	-0,8	-0,8	1,9	-0,5	3,1	
2013 I	113,8	1,9	2,1	3,5	2,3	2,2	3,9	-1,0	-1,6	1,9	0,6	1,1	
Remuneración por asalariado													
2011	114,3	2,1	2,0	3,3	3,9	1,6	2,6	1,3	2,3	2,9	1,1	1,7	
2012	116,2	1,7	1,3	2,6	2,9	1,5	2,1	1,3	1,1	2,1	0,9	1,8	
2012 II	116,1	1,8	1,3	2,9	2,7	1,6	2,1	0,9	0,7	2,3	1,0	1,7	
III	116,5	1,9	1,1	2,8	3,2	1,7	2,1	1,1	0,5	2,2	1,4	1,4	
IV	116,8	1,4	1,1	2,8	3,4	1,4	1,9	1,5	1,4	1,5	0,1	1,7	
2013 I	117,8	1,8	1,9	2,9	2,9	1,1	1,3	1,9	0,8	1,9	1,5	0,7	
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾													
2011	103,4	1,2	2,6	2,9	2,2	0,8	2,0	1,0	-0,9	0,0	0,8	0,5	
2012	103,4	0,0	-3,2	0,0	0,4	0,1	-1,1	0,0	0,4	0,1	0,4	-0,4	
2012 II	103,5	0,3	-2,7	0,3	0,9	0,8	-0,2	-0,3	-0,5	0,6	0,2	0,2	
III	103,4	-0,1	-4,7	0,4	1,2	0,0	-1,1	0,4	-0,2	-0,5	0,3	-1,2	
IV	103,3	-0,2	-5,3	-0,1	-0,4	-0,6	-3,2	2,3	2,2	-0,4	0,6	-1,4	
2013 I	103,6	-0,1	-0,2	-0,6	0,6	-1,1	-2,5	2,9	2,4	0,0	1,0	-0,4	
Remuneración por hora trabajada													
2011	115,8	1,9	0,5	2,4	4,4	1,8	2,5	1,1	1,6	2,7	1,0	1,7	
2012	118,6	2,4	3,1	3,6	4,7	2,2	2,1	1,4	1,6	2,2	1,0	2,5	
2012 II	118,8	2,6	2,4	4,1	4,9	2,4	1,8	0,9	0,3	2,2	1,3	2,5	
III	118,9	2,6	2,4	4,0	5,1	2,5	1,9	1,1	0,5	2,2	1,7	1,9	
IV	119,5	2,1	3,6	3,9	4,9	2,1	2,1	2,1	3,9	1,9	0,0	2,7	
2013 I	121,1	3,1	3,8	4,8	5,8	2,3	1,9	3,3	3,8	2,6	2,3	2,0	
Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾													
2011	105,4	1,2	3,4	2,1	2,3	1,0	1,8	0,9	-1,6	-0,1	0,7	0,5	
2012	106,0	0,7	-2,6	1,0	1,8	0,8	-1,0	0,0	1,2	0,3	0,6	0,3	
2012 II	106,3	1,0	-2,3	1,4	2,7	1,5	-0,2	-0,3	-0,3	0,7	0,6	1,1	
III	106,1	0,5	-4,5	1,6	2,7	0,4	-1,4	0,3	0,4	-0,5	0,5	-0,6	
IV	106,3	0,5	-4,6	1,1	0,8	0,2	-2,7	2,9	4,0	0,3	0,6	-0,3	
2013 I	107,1	1,2	-0,3	1,3	3,3	-0,3	-1,8	4,1	4,5	1,1	1,8	1,1	

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		
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6		
1	2	3	4	5	6	7	8		
2011	106,5	2,1	2,0	2,8	3,1	2,6	2,5	2,0	
2012	108,2	1,5	1,7	1,2	2,4	2,3	1,9	2,1	
2012 III	105,7	1,7	1,9	1,2	2,8	2,4	1,9	2,2	
IV	114,4	1,3	1,4	0,9	2,7	2,1	1,7	2,2	
2013 I	102,1	1,6	1,7	1,4	3,3	1,8	1,3	2,0	
II	.	.	.	.	.	.	.	1,7	

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

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, 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
Precios corrientes (mm de euros)									
2009	8.921,8	8.803,9	5.135,3	1.988,2	1.730,6	-50,3	117,8	3.287,1	3.169,2
2010	9.168,4	9.046,0	5.271,4	2.016,2	1.737,5	20,9	122,4	3.786,6	3.664,2
2011	9.423,7	9.293,4	5.418,8	2.029,6	1.795,6	49,4	130,3	4.173,0	4.042,7
2012	9.484,6	9.233,7	5.453,2	2.039,0	1.744,6	-3,0	250,8	4.344,5	4.093,7
2012 II	2.369,9	2.308,7	1.360,4	510,3	436,1	1,9	61,2	1.085,2	1.024,1
III	2.374,9	2.306,3	1.362,7	510,5	435,2	-2,2	68,7	1.097,2	1.028,6
IV	2.372,7	2.299,8	1.363,3	510,2	430,8	-4,4	72,9	1.090,9	1.018,0
2013 I	2.381,4	2.303,4	1.366,3	514,8	421,5	0,8	78,0	1.079,6	1.001,6
II	2.400,6	2.315,6	1.373,1	518,1	423,3	1,1	85,0	1.095,7	1.010,7
porcentaje del PIB									
2012	100,0	97,4	57,5	21,5	18,4	0,0	2,6	-	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior)									
tasas de variación intertrimestral									
2012 II	-0,3	-0,9	-0,6	-0,3	-1,9	-	-	1,1	-0,2
III	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-	-	0,6	0,2
IV	-0,5	-0,6	-0,5	0,1	-1,2	-	-	-0,5	-0,9
2013 I	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-2,2	-	-	-1,0	-1,1
II	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	-	-	1,6	1,4
tasas de variación interanual									
2009	-4,4	-3,7	-1,0	2,6	-12,8	-	-	-12,5	-11,0
2010	2,0	1,2	1,0	0,6	-0,4	-	-	11,7	10,1
2011	1,5	0,7	0,3	-0,1	1,6	-	-	6,4	4,3
2012	-0,6	-2,2	-1,4	-0,6	-3,9	-	-	2,5	-1,1
2012 II	-0,5	-2,4	-1,3	-0,7	-3,7	-	-	3,4	-0,8
III	-0,7	-2,5	-1,7	-0,6	-3,9	-	-	2,8	-1,2
IV	-1,0	-2,3	-1,5	-0,7	-4,5	-	-	2,0	-0,9
2013 I	-1,0	-2,0	-1,3	-0,4	-5,6	-	-	0,1	-1,9
II	-0,5	-1,0	-0,6	0,3	-3,5	-	-	0,7	-0,4
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales									
2012 II	-0,3	-0,8	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,6	-	-
III	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,2	-	-
IV	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2013 I	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,4	0,4	0,0	-	-
II	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales									
2009	-4,4	-3,7	-0,5	0,5	-2,7	-0,9	-0,7	-	-
2010	2,0	1,2	0,6	0,1	-0,1	0,6	0,7	-	-
2011	1,5	0,7	0,2	0,0	0,3	0,2	0,9	-	-
2012	-0,6	-2,2	-0,8	-0,1	-0,7	-0,5	1,6	-	-
2012 II	-0,5	-2,4	-0,8	-0,2	-0,7	-0,7	1,8	-	-
III	-0,7	-2,4	-1,0	-0,1	-0,7	-0,6	1,8	-	-
IV	-1,0	-2,2	-0,8	-0,2	-0,9	-0,4	1,3	-	-
2013 I	-1,0	-1,9	-0,8	-0,1	-1,0	0,0	0,9	-	-
II	-0,5	-1,0	-0,3	0,1	-0,6	-0,1	0,5	-	-

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
Precios corrientes (mm de euros)												
2009	8.028,5	124,0	1.464,5	530,2	1.532,5	370,1	421,4	902,8	806,4	1.581,7	294,8	893,3
2010	8.226,9	136,2	1.578,7	498,4	1.547,9	370,4	438,2	917,7	826,5	1.612,6	300,2	941,5
2011	8.450,9	141,2	1.640,4	500,9	1.589,9	372,0	436,5	964,7	860,1	1.637,1	308,1	972,7
2012	8.507,5	143,8	1.642,1	490,2	1.602,3	367,8	429,7	981,5	878,5	1.657,5	314,1	977,0
2012 II	2.125,8	35,3	411,1	123,1	399,7	92,3	108,4	244,3	218,7	415,0	78,0	244,1
III	2.130,6	36,0	412,8	122,2	400,9	91,9	106,2	245,8	220,5	415,5	78,8	244,3
IV	2.129,6	37,0	409,8	120,9	402,3	90,8	106,7	247,9	221,0	413,9	79,2	243,1
2013 I	2.140,2	37,1	410,9	120,2	401,9	89,9	109,0	248,9	221,8	420,8	79,7	241,1
II	2.154,1	37,2	414,9	120,3	404,3	89,7	110,2	251,0	224,0	422,3	80,2	246,4
porcentaje del valor añadido												
2012	100,0	1,7	19,3	5,8	18,8	4,3	5,1	11,5	10,3	19,5	3,7	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2012 II	-0,2	-1,7	-0,2	-1,3	-0,4	-0,2	0,8	0,1	-0,3	0,1	-0,6	-1,1
III	-0,1	-1,5	0,0	-1,0	-0,5	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,1	-0,2
IV	-0,4	-0,3	-1,6	-1,6	-0,9	-0,9	1,0	0,5	-0,3	0,5	0,3	-1,0
2013 I	-0,1	0,8	-0,2	-1,1	-0,3	-0,5	-0,4	0,0	0,5	0,0	0,2	-0,3
II	0,3	-0,4	0,4	-0,3	0,4	0,0	-1,0	0,5	0,5	0,4	0,0	0,7
tasas de variación interanual												
2009	-4,4	1,3	-12,9	-8,0	-5,1	2,9	0,4	0,4	-7,9	1,5	-0,6	-4,2
2010	2,0	-3,0	9,5	-5,7	0,7	1,9	0,2	-0,1	2,3	1,3	0,4	1,4
2011	1,7	0,5	3,0	-1,7	1,6	3,3	0,6	2,1	2,7	1,1	0,5	0,1
2012	-0,5	-4,7	-1,1	-4,4	-0,6	0,4	-0,8	0,8	0,8	0,1	0,2	-2,0
2012 II	-0,3	-4,2	-0,9	-3,8	-0,2	1,1	-0,8	0,7	0,9	0,0	0,3	-2,1
III	-0,6	-6,1	-0,8	-3,9	-0,9	0,4	-0,7	0,7	0,8	-0,2	0,1	-1,9
IV	-0,8	-6,6	-1,4	-5,3	-1,6	-1,2	1,2	0,9	0,1	0,3	-0,1	-2,2
2013 I	-0,8	-2,7	-2,0	-4,9	-2,1	-1,5	1,6	1,0	0,2	0,7	0,0	-2,7
II	-0,4	-1,3	-1,5	-4,0	-1,3	-1,3	-0,3	1,4	1,0	0,9	0,6	-0,9
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2012 II	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	-0,4	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 I	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,7	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-
2011	1,7	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2012 II	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
III	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
IV	-0,8	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2013 I	-0,8	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
II	-0,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	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				
		Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo									
							Total	Duradero	No duradero							
% del total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2010	4,0	100,0	7,3	7,7	7,7	10,0	8,9	2,8	2,7	2,9	3,9	-7,8				
2011	2,1	103,2	3,2	4,4	4,5	3,8	8,2	0,8	0,6	0,9	-4,7	-2,1				
2012	-3,0	100,8	-2,4	-2,6	-2,7	-4,3	-1,1	-2,4	-4,5	-2,1	-0,2	-5,4				
2012 III	-2,7	101,2	-2,2	-2,3	-2,5	-4,2	-0,8	-2,2	-5,4	-1,8	0,0	-4,7				
IV	-3,3	99,2	-3,1	-3,4	-3,6	-4,8	-3,3	-2,0	-5,1	-1,6	-0,3	-4,3				
2013 I	-2,9	99,4	-2,3	-2,7	-2,9	-3,6	-3,6	-0,9	-4,5	-0,5	0,0	-5,7				
II	-1,7	100,6	-0,5	-0,4	-0,5	-2,1	1,4	-0,7	-3,8	-0,2	-0,7	-5,0				
2013 Feb	-2,3	99,2	-3,2	-2,5	-2,7	-2,9	-3,9	-0,5	-4,9	-0,1	-6,7	2,1				
Mar	-2,5	100,1	-1,4	-3,0	-3,3	-4,1	-3,1	-2,4	-1,9	-2,6	8,7	-7,6				
Abr	-1,7	100,5	-0,5	-0,4	-0,5	-2,5	1,5	-0,2	-4,5	0,6	-0,7	-6,3				
May	-1,6	100,3	-1,3	-1,4	-1,4	-2,6	-0,6	-0,9	-6,1	-0,1	0,2	-3,8				
Jun	-0,5	101,0	0,3	0,6	0,5	-1,3	3,3	-1,1	-1,0	-1,1	-1,7	-3,0				
	tasa de variación intermensual (d.)															
2013 Feb	0,4	-	0,2	0,1	-0,2	-0,2	0,8	-1,4	0,8	-1,5	1,7	0,7				
Mar	0,1	-	0,9	0,2	0,3	0,0	1,0	0,1	1,8	0,0	3,7	-1,8				
Abr	0,7	-	0,4	1,0	0,7	0,1	2,2	0,4	-1,6	0,9	-1,4	1,3				
May	-0,3	-	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	-1,1	0,3	-1,9	0,7	0,1	0,5				
Jun	0,6	-	0,7	1,1	1,2	0,5	2,5	0,2	4,9	-0,6	-1,6	0,7				

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

	Indicador de nuevos pedidos ¹⁾	Cifra de negocios	Ventas al por menor (incluido combustible para vehículos de motor)										Matriculaciones de automóviles	
			Industria manufacturera	Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
				Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total (d.; índice: 2010 = 100)		Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación	Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar	Combustible	
				Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)		Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)						
% del total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	40,1	51,1	9,4	11,9	8,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	100,0	17,7	100,0	10,3	2,1	100,0	0,6	0,3	1,4	2,2	0,2	-3,0	843	-8,5
2011	108,6	8,6	109,2	9,1	1,8	99,7	-0,3	-1,0	0,5	1,3	-0,2	-3,3	838	-1,1
2012	104,6	-3,7	108,7	-0,5	0,5	98,0	-1,7	-1,2	-4,2	-2,6	-5,2	744	-11,0	
2012 III	104,7	-2,9	109,2	-0,7	0,8	98,2	-1,4	-0,8	-1,4	-2,6	-1,9	-4,6	721	-12,7
IV	103,2	-2,3	107,2	-1,7	-0,8	96,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,7	-4,3	-5,7	709	-14,2
2013 I	102,9	-2,3	106,9	-2,7	-1,2	97,1	-2,0	-1,7	-2,2	-3,6	-4,6	-3,6	688	-11,3
II	103,8	-1,2	106,8	-1,7	-0,2	97,3	-0,7	-1,7	0,1	2,3	-3,1	-0,9	708	-7,2
2013 Mar	103,8	-2,3	107,4	-2,8	-1,7	96,8	-2,2	-0,6	-3,4	-9,4	-5,6	-2,1	700	-10,9
Abr	102,7	-2,5	106,7	-2,0	-0,7	96,8	-1,1	-2,5	0,1	3,3	-3,6	0,3	710	-6,5
May	103,6	-1,9	106,5	-2,7	0,5	97,9	0,1	-0,8	0,6	0,5	-1,9	-0,4	704	-8,0
Jun	105,1	0,8	107,1	-0,5	-0,4	97,2	-1,1	-1,8	-0,3	3,0	-3,8	-2,5	711	-7,2
Jul					-0,5	97,4	-1,3	-0,6	-1,6		-4,9			
	tasa de variación intermensual (d.)													
2013 Mar	-	1,3	-	0,7	-0,1	-	-0,2	0,8	-0,7	-3,1	-0,5	1,0	-	0,3
Abr	-	-1,0	-	-0,6	-0,1	-	0,0	-1,5	1,0	2,5	-0,1	0,6	-	1,5
May	-	0,9	-	-0,2	1,2	-	1,1	1,2	0,8	0,9	1,0	0,3	-	-1,0
Jun	-	1,4	-	0,6	-0,5	-	-0,7	-0,5	-0,6	1,3	-1,0	0,6	-	1,0
Jul	-	-	-	-	0,2	-	0,1	1,0	-0,4	-	-1,0	-	-	-

Fuente: Eurostat, excepto columnas 1 y 2 del cuadro 4 (que muestra las estadísticas experimentales del BCE basadas en datos nacionales) y las columnas 13 y 14 del cuadro 4 (que muestra cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

1) Para más información, véase G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova e I. Vincze, «Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders», Occasional Paper Series, n.º 149, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2013.

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

5.2 Producto y demanda

(saldo neto¹⁾, 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	
2009	80,7	-28,7	-56,6	14,8	-14,9	71,0	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	101,1	-4,5	-24,2	1,0	11,7	77,1	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,0
2011	101,8	0,3	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,5	-7,4	-18,1	23,2	-9,1
2012	90,4	-11,7	-24,3	6,8	-4,0	78,6	-22,3	-11,3	-27,6	38,4	-12,0
2012 II	92,3	-10,5	-21,9	6,5	-3,0	79,2	-19,5	-10,3	-24,2	32,3	-10,9
III	87,4	-14,9	-28,6	8,1	-8,1	77,7	-23,8	-11,8	-30,4	40,7	-12,4
IV	86,8	-15,4	-32,0	6,8	-7,4	77,4	-26,2	-12,9	-31,7	46,3	-13,7
2013 I	90,1	-12,2	-29,6	5,4	-1,6	77,6	-23,7	-11,4	-27,3	42,6	-13,3
II	89,8	-12,6	-30,9	6,1	-0,9	77,9	-20,9	-10,2	-24,9	35,9	-12,8
2013 Mar	90,1	-12,2	-30,2	6,0	-0,4	-	-23,5	-11,3	-26,6	42,0	-14,0
Abr	88,6	-13,7	-33,5	6,3	-1,4	77,5	-22,2	-10,9	-26,4	37,9	-13,7
May	89,5	-13,0	-30,9	6,2	-1,9	-	-21,8	-10,3	-26,8	36,5	-13,7
Jun	91,3	-11,2	-28,4	5,9	0,7	-	-18,8	-9,5	-21,5	33,3	-11,0
Jul	92,5	-10,6	-27,8	5,5	1,5	78,3	-17,4	-8,9	-20,9	30,4	-9,4
Ago	95,2	-7,9	-23,8	4,4	4,6	-	-15,6	-8,0	-15,8	30,4	-8,2

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾		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
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-16,1	-21,2	-18,0	-9,3
2010	-28,8	-39,4	-18,2	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,0	1,5	3,1	7,4
2011	-26,2	-33,9	-18,5	-5,4	-5,6	11,1	0,6	5,3	2,2	5,3	8,3
2012	-28,4	-34,9	-22,0	-15,2	-18,9	14,2	-12,6	-6,9	-11,9	-7,8	-1,1
2012 II	-26,9	-32,0	-21,7	-14,4	-18,1	14,8	-10,4	-4,5	-10,1	-4,8	1,3
III	-29,4	-36,6	-22,2	-16,8	-21,8	14,5	-14,1	-10,6	-15,8	-11,7	-4,2
IV	-32,7	-40,2	-25,2	-16,0	-21,3	11,4	-15,4	-11,1	-15,4	-13,0	-5,0
2013 I	-29,1	-37,0	-21,2	-16,2	-24,4	10,7	-13,6	-7,8	-12,7	-9,0	-1,8
II	-31,9	-38,8	-24,9	-16,6	-24,7	11,1	-13,9	-10,0	-14,6	-13,4	-2,0
2013 Mar	-29,9	-37,9	-21,9	-17,1	-25,2	10,5	-15,6	-7,1	-11,2	-7,9	-2,1
Abr	-31,1	-38,7	-23,5	-18,4	-26,4	12,1	-16,8	-11,1	-16,0	-14,8	-2,7
May	-33,0	-39,8	-26,2	-16,7	-25,9	11,0	-13,2	-9,3	-13,2	-12,9	-1,7
Jun	-31,5	-38,0	-25,1	-14,6	-21,9	10,2	-11,6	-9,6	-14,7	-12,5	-1,5
Jul	-32,6	-41,3	-23,8	-14,0	-21,1	10,3	-10,4	-7,8	-11,6	-10,4	-1,3
Ago	-33,5	-42,1	-24,8	-10,7	-17,9	8,3	-5,9	-5,3	-7,7	-8,4	0,2

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

- Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 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.
- 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.
- Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. Empleo

	Por situación profesional		Por rama de actividad										
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
nivel (miles)													
2012	146.197	125.044	21.153	4.991	22.922	9.489	35.931	4.076	4.053	1.322	18.225	34.365	10.822
porcentaje del total de personas ocupadas													
2012	100,0	85,5	14,5	3,4	15,7	6,5	24,6	2,8	2,8	0,9	12,5	23,5	7,4
tasas de variación interanual													
2010	-0,5	-0,5	-0,4	-1,0	-2,9	-3,8	-0,6	-1,4	-0,9	-0,1	1,6	1,0	0,8
2011	0,3	0,4	-0,4	-2,1	0,1	-3,8	0,8	1,3	-0,4	3,1	2,7	0,3	0,0
2012	-0,7	-0,7	-0,3	-1,6	-1,1	-4,8	-0,8	1,5	-0,7	0,4	0,7	-0,3	0,6
2012 II	-0,8	-0,8	-0,6	-1,5	-1,1	-4,7	-1,0	1,3	-0,5	1,2	0,2	-0,3	0,1
III	-0,6	-0,8	0,2	-1,5	-1,1	-5,1	-0,9	1,5	-1,1	0,9	1,2	-0,5	1,3
IV	-0,7	-0,8	-0,3	-1,4	-1,4	-5,0	-1,0	2,1	-1,2	-1,3	0,5	-0,3	1,4
2013 I	-1,0	-1,0	-0,9	-2,5	-1,5	-5,5	-1,0	1,1	-1,2	-1,4	0,2	-0,3	0,4
tasas de variación intertrimestral													
2012 II	-0,1	0,0	-0,5	0,3	-0,4	-0,8	-0,1	0,5	-0,7	0,6	0,3	0,0	-0,2
III	-0,1	-0,1	0,1	-0,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,3	-0,8	-1,2	0,8	-0,1	0,7
IV	-0,3	-0,3	-0,4	-0,7	-0,6	-1,6	-0,4	1,1	0,2	0,6	-0,2	-0,1	-0,1
2013 I	-0,5	-0,5	-0,1	-1,5	-0,5	-1,6	-0,3	-0,2	0,0	-1,4	-0,7	-0,2	0,0
Horas trabajadas													
nivel (millones)													
2012	230.222	185.189	45.033	10.036	36.090	16.552	59.918	6.562	6.416	2.029	28.410	49.005	15.204
porcentaje del total de horas trabajadas													
2012	100,0	80,4	19,6	4,4	15,7	7,2	26,0	2,9	2,8	0,9	12,3	21,3	6,6
tasas de variación interanual													
2010	0,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,4	-3,9	-0,3	-0,8	-0,4	0,9	2,5	1,0	0,5
2011	0,3	0,6	-0,7	-2,8	0,9	-3,9	0,6	1,4	-0,3	3,8	2,8	0,4	0,0
2012	-1,3	-1,3	-1,0	-2,2	-2,0	-6,1	-1,4	1,4	-0,8	-0,4	0,5	-0,5	-0,1
2012 II	-1,5	-1,5	-1,3	-1,9	-2,3	-6,4	-1,6	1,3	-0,6	1,0	0,1	-0,6	-0,8
III	-1,2	-1,4	-0,1	-1,7	-2,3	-6,4	-1,3	1,8	-1,0	0,2	1,2	-0,7	0,7
IV	-1,5	-1,5	-1,5	-2,1	-2,5	-6,1	-1,8	1,6	-1,7	-3,0	-0,2	-0,3	0,3
2013 I	-2,2	-2,2	-2,0	-2,4	-3,3	-8,0	-1,8	0,3	-2,4	-3,3	-0,8	-1,1	-1,1
tasas de variación intertrimestral													
2012 II	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-1,5	-2,5	-0,4	-0,1	-1,2	0,3	-0,2	-0,5	-1,0
III	0,1	0,0	0,5	-0,7	0,0	-1,6	0,2	0,6	-0,1	-0,2	0,8	0,1	1,2
IV	-0,7	-0,5	-1,3	-0,5	-0,7	-2,0	-1,0	0,2	-0,6	-1,8	-0,6	0,1	-0,7
2013 I	-0,9	-1,0	-0,6	-0,7	-1,2	-2,2	-0,6	-0,3	-0,6	-1,7	-0,9	-0,9	-0,7
Horas trabajadas por persona ocupada													
nivel (miles)													
2012	1.575	1.481	2.129	2.011	1.574	1.744	1.668	1.610	1.583	1.535	1.559	1.426	1.405
tasas de variación interanual													
2010	0,5	0,6	0,0	-0,2	2,5	-0,1	0,2	0,6	0,5	1,1	0,8	0,1	-0,3
2011	0,0	0,2	-0,2	-0,7	0,7	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,7	0,2	0,1	0,0
2012	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6	-1,0	-1,3	-0,7	-0,1	-0,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,7
2012 II	-0,7	-0,7	-0,7	-0,4	-1,2	-1,8	-0,7	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,9
III	-0,6	-0,7	-0,3	-0,2	-1,2	-1,4	-0,4	0,3	0,1	-0,6	0,0	-0,2	-0,6
IV	-0,8	-0,7	-1,2	-0,8	-1,1	-1,2	-0,8	-0,5	-0,5	-1,7	-0,7	0,0	-1,1
2013 I	-1,2	-1,3	-1,0	0,1	-1,9	-2,6	-0,8	-0,8	-1,2	-2,0	-1,0	-0,8	-1,5
tasas de variación intertrimestral													
2012 II	-0,7	-0,8	0,0	-0,9	-1,1	-1,7	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,8
III	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	0,4	0,9	0,7	1,0	0,1	0,2	0,5
IV	-0,3	-0,2	-0,9	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-0,8	-2,4	-0,4	0,2	-0,6
2013 I	-0,5	-0,5	-0,6	0,8	-0,6	-0,6	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6

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

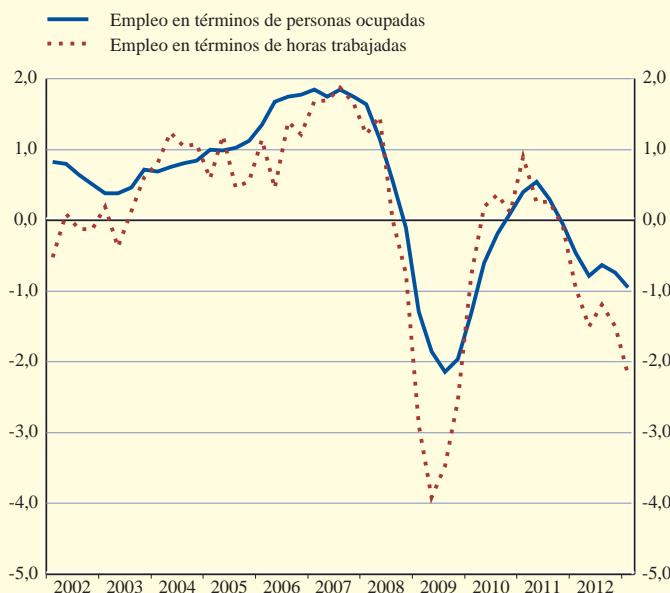
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

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		79,4		20,6		54,0		46,0			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2009	15,054	9,6	11,767	8,4	3,288	20,3	8,146	9,4	6,908	9,8	1,4	
2010	15,938	10,1	12,657	8,9	3,281	20,9	8,605	10,0	7,333	10,3	1,5	
2011	16,037	10,2	12,825	9,0	3,212	20,9	8,547	9,9	7,490	10,5	1,7	
2012	18,069	11,4	14,580	10,1	3,489	23,1	9,703	11,2	8,366	11,6	1,6	
2012 II	17,912	11,3	14,452	10,1	3,461	22,9	9,640	11,1	8,273	11,4	1,7	
III	18,333	11,5	14,804	10,3	3,529	23,4	9,851	11,4	8,483	11,7	1,4	
IV	18,786	11,8	15,197	10,5	3,589	23,8	10,082	11,7	8,704	12,0	1,6	
2013 I	19,132	12,0	15,539	10,8	3,593	24,0	10,272	11,9	8,860	12,2	1,5	
II	19,251	12,1	15,727	10,9	3,524	23,9	10,302	12,0	8,949	12,3	-	
2013 Feb	19,135	12,0	15,533	10,8	3,602	24,1	10,282	11,9	8,853	12,2	-	
Mar	19,157	12,1	15,606	10,8	3,551	23,9	10,272	11,9	8,885	12,2	-	
Abr	19,225	12,1	15,685	10,9	3,540	23,9	10,285	11,9	8,940	12,3	-	
May	19,281	12,1	15,766	10,9	3,516	23,8	10,317	12,0	8,964	12,3	-	
Jun	19,246	12,1	15,731	10,9	3,516	23,9	10,304	12,0	8,942	12,3	-	
Jul	19,231	12,1	15,730	10,9	3,500	24,0	10,277	11,9	8,953	12,3	-	

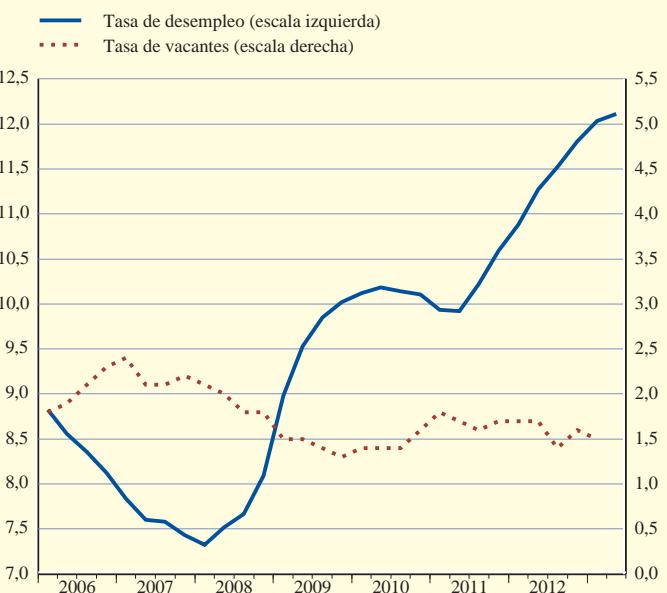
G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾

(tasas de variación interanual)



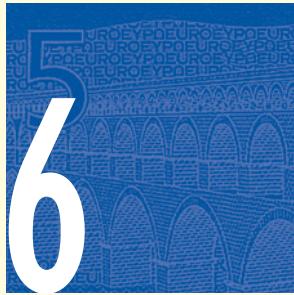
Fuente: Eurostat.

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/superávit¹⁾

(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		Emplea-dores	Asalariados	Ventas
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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	44,9	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,2	0,3	40,9			
2009	44,9	44,6	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	44,8	44,5	11,5	8,9	2,5	12,9	0,3	15,7	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	4,5	2,6	0,3	0,3	40,9			
2012	46,2	46,0	12,4	9,6	2,7	13,3	0,3	15,9	8,3	4,7	2,6	0,2	0,3	41,8			

2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes								Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios ³⁾		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE	10	11	12	13
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	47,3	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	11,1	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	10,9	5,7	2,8	27,2	24,2	1,8	0,4	4,4	2,6	1,8	0,0	48,1		
2011	49,5	46,0	10,6	5,5	3,0	26,9	23,9	1,7	0,4	3,5	2,3	1,2	0,0	46,5		
2012	49,9	46,2	10,5	5,5	3,1	27,1	24,3	1,6	0,4	3,7	2,1	1,6	0,1	46,9		

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾								Consumo colectivo	Consumo individual
	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)	11	12	13	14
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3		
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,3	8,0	12,5		
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,3	1,9	2,3	7,9	12,5		
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,3	7,7	12,3		
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,6	10,3	5,2	5,4	1,9	2,3	8,0	12,7		
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,4	11,1	5,7	5,9	2,1	2,5	8,6	13,7		
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,1	10,9	5,7	5,9	2,1	2,6	8,4	13,6		
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,4		
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6	21,6	10,5	5,5	5,9	2,1	2,6	8,2	13,4		

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
2009	-5,6	-3,1	-2,0	-13,9	-15,6	-11,2	-7,5	-5,5	-6,1	-0,8	-3,7	-5,6	-4,1	-10,2	-6,2	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,1	0,2	-30,8	-10,7	-9,7	-7,1	-4,5	-5,3	-0,9	-3,6	-5,1	-4,5	-9,8	-5,9	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,2	-13,4	-9,5	-9,4	-5,3	-3,8	-6,3	-0,2	-2,8	-4,5	-2,5	-4,4	-6,4	-5,1	-0,8
2012	-3,9	0,2	-0,3	-7,6	-10,0	-10,6	-4,8	-3,0	-6,3	-0,8	-3,3	-4,1	-2,5	-6,4	-4,0	-4,3	-1,9

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

1) Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores					Otros acreedores ³⁾	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾						
						Total	IFM	Otras instituciones financieras	Resto de sectores			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2003	69,2	2,1	12,5	5,1	49,6	40,2	20,5	11,3	8,4	29,1		
2004	69,7	2,2	12,2	4,8	50,5	38,7	19,7	11,2	7,9	30,9		
2005	70,5	2,4	12,3	4,5	51,3	37,0	19,0	11,3	6,8	33,5		
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,9	19,1	9,3	6,5	33,7		
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,7	17,8	8,6	6,3	33,6		
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,2	18,4	7,9	6,9	37,0		
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,4	21,4	9,2	6,8	42,6		
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	40,5	24,3	10,6	5,6	44,9		
2011	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	42,8	24,7	11,3	6,9	44,5		
2012	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	46,6	26,5	12,4	7,7	44,0		

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		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2003	69,2	56,7	6,5	5,1	1,0	7,9	61,4	5,0	14,9	26,1	28,3	68,4	0,9		
2004	69,7	56,7	6,6	5,1	1,3	7,7	61,9	4,7	14,7	26,3	28,6	68,7	1,0		
2005	70,5	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1		
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,3	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7		
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,2	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5		
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	4,9	17,7	23,5	29,1	69,3	1,0		
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	68,0	5,0	19,5	27,3	33,2	78,8	1,2		
2010	85,4	69,2	8,3	5,9	1,9	13,0	72,3	5,1	21,2	29,3	34,9	84,2	1,2		
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,0	20,8	30,4	36,1	85,6	1,7		
2012	90,7	73,6	8,9	6,0	2,3	11,7	78,9	7,0	20,6	32,1	37,9	88,7	2,0		

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
2009	95,7	74,5	7,2	64,8	129,7	53,9	79,2	116,4	58,5	15,3	66,4	60,8	69,2	83,7	35,0	35,6	43,5
2010	95,5	82,4	6,7	92,1	148,3	61,5	82,4	119,3	61,3	19,2	67,4	63,1	72,0	94,0	38,6	41,0	48,6
2011	97,8	80,4	6,2	106,4	170,3	69,3	85,8	120,8	71,1	18,3	70,3	65,5	72,5	108,3	46,9	43,3	49,0
2012	99,6	81,9	10,1	117,6	156,9	84,2	90,2	127,0	85,8	20,8	72,1	71,2	73,4	123,6	54,1	52,1	53,0

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 a su valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado. Los datos son estimaciones parciales.

2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.

3) Incluye residentes en 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 Variación 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
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	0,0	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	0,0	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	-0,4	-0,4	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,3	1,0	-0,5	4,1
2009	7,3	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	1,0	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,1	3,5	1,6	3,4
2011	4,2	4,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,4	1,0	1,0	0,8
2012	4,0	5,4	-1,4	0,0	0,2	2,1	-0,5	2,2	4,1	2,0	1,2	-0,2

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variación de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda ⁷⁾												
		Total	Operaciones con los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ⁹⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital	10	11	12	13	14
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	-2,5	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	7,3	-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	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,0	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2
2012	4,0	-3,7	0,2	1,4	0,3	0,6	-0,1	0,6	-0,1	0,3	-1,4	0,0	0,0	0,3

Fuente: BCE.

- 1) 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). Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado.
- 2) La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- 3) 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).
- 4) Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- 5) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 6) Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 7) Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- 8) Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- 9) Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total	Recursos corrientes						Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuestos directos		Impuestos indirectos		Cotizaciones sociales		Ventas	Rentas de la propiedad	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007 I	42,2	41,9	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,6	43,2	12,3	12,4	14,8	2,2	0,7	0,5	0,3	39,7
IV	49,2	48,7	14,8	13,8	15,7	2,5	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,4	42,1	10,9	12,3	14,8	2,2	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,3	45,0	12,9	12,4	15,1	2,3	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	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,6	1,1	0,5	0,3	43,9
2009 I	42,5	42,3	10,4	12,0	15,6	2,4	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,4	44,8	11,8	12,5	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,8	42,5	10,9	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,7
IV	48,7	47,8	13,0	13,6	16,4	2,7	1,0	0,8	0,5	43,5
2010 I	42,2	42,0	10,1	12,2	15,5	2,4	0,9	0,2	0,3	38,1
II	45,1	44,7	11,9	12,6	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,2
III	43,0	42,6	10,9	12,5	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,5	47,8	13,2	13,4	16,4	2,8	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,9	42,7	10,6	12,5	15,3	2,5	1,0	0,3	0,3	38,7
II	45,3	45,0	12,1	12,7	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,4
III	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,5	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	49,2	48,2	13,3	13,4	16,7	2,8	1,0	0,4	0,4	43,8
2012 I	43,3	43,2	10,9	12,6	15,4	2,4	1,0	0,2	0,2	39,1
II	46,2	45,8	12,6	12,8	15,6	2,5	1,4	0,3	0,3	41,3
III	44,7	44,3	11,9	12,6	15,5	2,6	0,8	0,4	0,3	40,4
IV	50,6	49,9	14,2	13,9	16,9	2,8	1,0	0,7	0,3	45,3
2013 I	43,9	43,7	11,2	12,6	15,7	2,5	1,0	0,2	0,3	39,7

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

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+) primario	
		Remuneración de asalariados		Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 I	44,9	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,6	0,3
II	45,0	41,6	10,0	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,8	4,0
III	44,6	41,0	9,6	4,8	2,9	23,8	20,6	1,2	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
IV	49,3	44,7	10,8	5,9	2,9	25,1	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,9
2008 I	45,4	41,8	9,9	4,5	3,0	24,4	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,0	0,0
II	46,0	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
III	45,7	42,1	9,8	5,0	3,0	24,4	21,2	1,2	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,4	46,7	11,2	6,3	2,9	26,3	22,3	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,4
2009 I	49,3	45,5	10,7	5,1	2,8	26,9	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-6,9	-4,1
II	50,7	46,5	11,1	5,5	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
III	50,1	46,0	10,6	5,5	2,8	27,1	23,5	1,3	4,1	2,9	1,1	-7,2	-4,4
IV	54,7	49,8	11,8	6,7	2,8	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-6,0	-3,2
2010 I	50,4	46,5	10,8	5,1	2,7	27,9	23,6	1,4	3,9	2,4	1,5	-8,2	-5,5
II	49,6	46,1	11,0	5,5	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,5	-1,5
III	50,4	45,2	10,3	5,4	2,7	26,8	23,1	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,4	-4,7
IV	53,4	48,7	11,4	6,6	2,9	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-4,9	-2,0
2011 I	48,5	45,4	10,4	5,0	2,9	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	1,0	-5,6	-2,7
II	48,5	45,3	10,6	5,3	3,2	26,2	22,8	1,2	3,3	2,3	0,9	-3,3	0,0
III	48,0	44,6	10,1	5,2	2,9	26,4	22,9	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,4	-1,5
IV	52,6	48,7	11,2	6,5	3,2	27,7	23,6	1,5	3,9	2,5	1,7	-3,4	-0,2
2012 I	48,1	45,5	10,3	4,9	3,0	27,3	23,3	1,2	2,7	1,9	0,8	-4,8	-1,8
II	49,1	45,8	10,5	5,3	3,3	26,7	23,2	1,2	3,3	2,1	1,2	-3,0	0,3
III	48,5	44,9	10,0	5,3	2,9	26,7	23,4	1,2	3,6	2,2	1,4	-3,9	-1,0
IV	53,9	48,8	11,0	6,5	3,2	28,1	24,1	1,4	5,0	2,3	2,8	-3,3	-0,1
2013 I	48,8	46,1	10,4	4,9	2,8	27,9	23,8	1,2	2,7	1,8	1,1	-4,9	-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 variación de la deuda ¹⁾ (porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero

	Total	Instrumentos financieros				Valores a largo plazo
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	
	1	2	3	4	5	
2010 II	82,9	2,4	13,5	7,8	59,2	
III	83,0	2,4	13,4	7,9	59,3	
IV	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	
2011 I	86,3	2,4	15,2	7,4	61,2	
II	87,2	2,4	15,0	7,5	62,3	
III	86,8	2,4	15,1	7,8	61,4	
IV	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1	
2012 I	88,2	2,5	15,8	7,6	62,3	
II	89,9	2,5	16,7	7,3	63,4	
III	89,9	2,5	16,5	7,2	63,6	
IV	90,7	2,6	17,4	6,8	63,9	
2013 I	92,3	2,6	16,9	7,0	65,7	

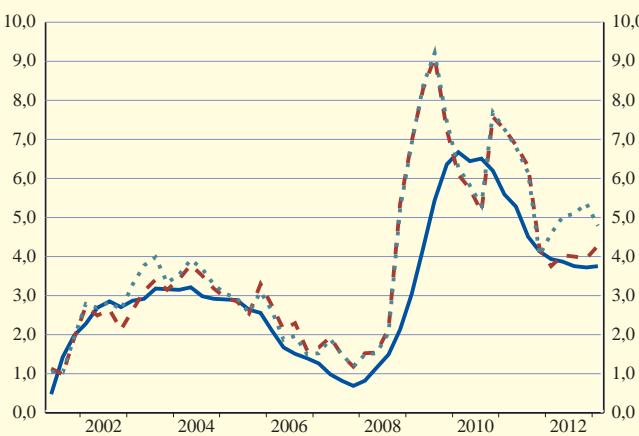
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variación de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación	
		Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros		
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2010 II	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	
III	2,7	-7,4	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,0	0,0	2,8	
IV	11,6	-4,9	6,7	5,6	-0,4	1,6	4,4	0,0	1,1	11,6	
2011 I	6,9	-5,6	1,3	0,7	2,1	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,4	
II	6,0	-3,3	2,8	2,6	2,8	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,1	
III	0,7	-4,4	-3,6	-3,7	-3,7	-0,4	0,2	0,2	0,5	-0,4	
IV	3,2	-3,4	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,5	
2012 I	5,1	-4,8	0,3	3,8	4,2	0,0	-0,4	0,0	-3,9	0,4	
II	7,1	-3,0	4,1	3,8	1,6	1,1	0,4	0,7	-0,5	0,8	
III	0,6	-3,9	-3,3	-1,3	-1,7	0,6	-0,4	0,1	0,0	-2,0	
IV	3,0	-3,3	-0,2	-0,7	-2,9	0,5	0,1	1,6	-1,3	1,8	
2013 I	6,4	-4,9	1,5	1,6	1,7	-0,2	-0,3	0,4	-0,2	0,1	

G30 Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

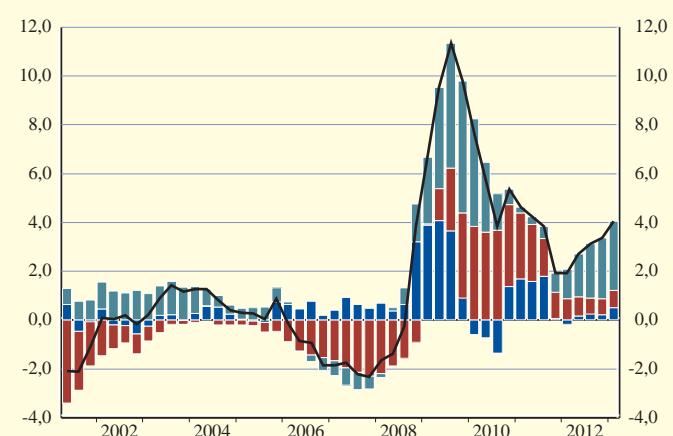
— Déficit
- - - Variación de la deuda
- - - - Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(Variación interanual de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



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

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(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			8	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	13	14	
2010	3,5	17,2	56,5	38,9	-109,2	5,7	9,2	9,1	-88,8	119,5	18,4	-29,5	-10,5	-18,3
2011	14,9	6,8	73,2	42,1	-107,2	11,2	26,0	-42,7	-118,7	252,5	-5,3	-161,0	-10,2	16,6
2012	122,4	98,9	92,2	38,5	-107,2	15,1	137,5	-146,8	-64,1	90,4	17,8	-176,8	-14,1	9,3
2012 II	18,3	25,7	26,3	-8,6	-25,1	1,4	19,8	-19,5	-15,2	96,7	-8,0	-84,0	-9,0	-0,3
III	40,8	30,3	27,0	13,0	-29,4	4,0	44,9	-41,6	-4,9	-14,8	2,8	-24,6	-0,1	-3,2
IV	66,1	36,2	22,3	21,6	-14,0	6,4	72,5	-87,8	-40,4	85,3	28,3	-158,0	-3,0	15,3
2013 I	32,5	32,5	18,9	22,7	-41,6	1,7	34,2	-37,8	-23,6	10,7	9,3	-34,1	0,0	3,5
II	52,1	52,2	26,8	0,4	-27,3	4,3	56,4	-53,1	-11,7	64,0	3,4	-107,8	-1,0	-3,3
2012 Jun	18,2	13,9	9,9	2,1	-7,7	-0,2	18,0	-16,7	-16,1	63,2	-2,2	-57,0	-4,5	-1,3
Jul	21,8	14,5	9,9	5,2	-7,9	0,7	22,4	-17,5	2,5	4,8	-1,7	-23,6	0,5	-5,0
Ago	8,8	5,6	7,9	5,9	-10,6	1,6	10,5	-7,7	12,6	-19,1	6,2	-5,9	-1,6	-2,8
Sep	10,2	10,2	9,1	1,9	-11,0	1,7	11,9	-16,4	-20,0	-0,5	-1,7	4,9	1,0	4,5
Oct	15,0	10,5	7,0	6,4	-8,8	2,4	17,4	-19,0	-7,7	60,4	10,3	-79,3	-2,6	1,5
Nov	22,4	14,0	5,7	7,5	-4,8	2,3	24,7	-34,3	11,1	18,3	7,4	-70,0	-1,0	9,6
Dic	28,6	11,8	9,5	7,6	-0,3	1,7	30,4	-34,5	-43,8	6,6	10,6	-8,7	0,7	4,1
2013 Ene	-4,2	-2,3	4,7	6,7	-13,2	0,1	-4,0	-3,9	-10,0	24,7	5,0	-18,8	-4,8	7,9
Feb	11,9	11,9	6,4	9,2	15,6	1,2	13,1	9,0	11,0	-18,4	3,0	7,2	2,6	4,1
Mar	24,8	22,9	7,8	6,8	-12,7	0,4	25,2	-24,9	-24,6	4,4	1,2	-8,1	2,2	-0,3
Abr	16,6	16,3	7,5	2,4	-9,5	1,3	17,9	-18,5	-6,9	1,5	-3,4	-9,7	-0,1	0,6
May	9,3	17,3	8,2	-7,5	-8,7	2,3	11,6	-9,8	0,2	39,2	-7,2	-41,5	-0,6	-1,8
Jun	26,1	18,6	11,1	5,6	-9,1	0,7	26,9	-24,8	-5,1	23,2	14,0	-56,5	-0,3	-2,1
transacciones acumuladas de 12 meses														
2013 Jun	191,5	151,2	95,0	57,6	-112,3	16,4	208,0	-220,2	-80,6	145,1	43,8	-324,5	-4,0	12,3
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2013 Jun	2,0	1,6	1,0	0,6	-1,2	0,2	2,2	-2,3	-0,8	1,5	0,5	-3,4	0,0	0,1

G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Balanza por cuenta corriente

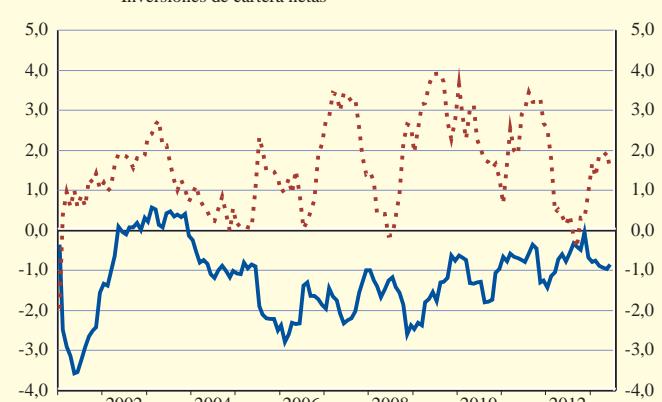


G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Inversiones directas neta

···· Inversiones de cartera neta



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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	2.710,8	2.707,3	3,5	1.576,9	1.559,6	543,9	487,5	502,8	463,9	87,1	6,3	196,3	27,1	20,3	14,7
2011	2.985,1	2.970,2	14,9	1.787,9	1.781,1	581,5	508,4	521,2	479,1	94,5	6,6	201,7	27,8	25,4	14,2
2012	3.150,0	3.027,6	122,4	1.918,3	1.819,4	626,0	533,8	507,6	469,1	98,1	6,8	205,3	26,2	29,0	13,9
2012 II	791,5	773,1	18,3	480,5	454,8	156,8	130,4	133,0	141,6	21,2	1,6	46,3	6,6	5,8	4,3
III	789,7	748,9	40,8	480,1	449,8	167,2	140,2	125,1	112,2	17,3	1,9	46,7	6,6	7,0	2,9
IV	812,4	746,3	66,1	489,5	453,3	161,5	139,2	127,9	106,3	33,5	1,7	47,5	6,7	10,8	4,4
2013 I	764,3	731,8	32,5	471,0	438,5	145,0	126,1	120,4	97,6	28,0	1,6	69,6	5,9	5,8	4,2
II	804,9	752,8	52,1	489,7	437,5	159,9	133,1	134,1	133,7	21,2	.	48,5	.	7,1	2,8
2013 Abr	265,1	248,5	16,6	165,4	149,1	50,9	43,4	42,2	39,9	6,5	-	16,1	-	2,3	0,9
May	266,1	256,8	9,3	162,9	145,6	52,3	44,1	43,9	51,4	7,0	-	15,7	-	3,1	0,8
Jun	273,6	247,5	26,1	161,4	142,8	56,6	45,5	48,0	42,4	7,6	-	16,7	-	1,7	1,0
	Datos desestacionalizados														
2012 IV	794,1	750,6	43,5	483,7	451,5	158,6	135,3	126,2	112,5	25,6	-	51,3	-	-	-
2013 I	792,8	735,6	57,2	483,5	440,2	158,7	132,9	125,5	108,0	25,0	-	54,5	-	-	-
II	800,1	740,0	60,1	486,8	438,8	159,9	136,5	128,1	112,0	25,3	-	52,7	-	-	-
2013 Abr	268,2	244,5	23,8	163,3	145,4	53,1	44,9	43,6	38,4	8,2	-	15,7	-	-	-
May	264,5	245,0	19,5	163,0	144,7	52,6	46,1	41,6	37,1	7,3	-	17,2	-	-	-
Jun	267,3	250,5	16,9	160,5	148,7	54,2	45,5	42,9	36,5	9,7	-	19,8	-	-	-
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2013 Jun	3.181,7	2.985,6	196,1	1.938,9	1.786,2	634,6	539,6	507,6	449,6	100,7	-	210,2	-	-	-
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2013 Jun	33,4	31,3	2,1	20,3	18,7	6,7	5,7	5,3	4,7	1,1	-	2,2	-	-	-

G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Exportaciones (ingresos)
- - - Importaciones (pagos)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Exportaciones (ingresos)
- - - Importaciones (pagos)



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	Beneficios reinvertidos		Pagos	Beneficios reinvertidos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2010	25,1	12,4	477,7	451,5	245,8	48,6	154,7	45,2	23,4	24,3	28,8	84,0	102,1	123,8	77,6	64,7
2011	27,1	13,0	494,1	466,1	248,9	25,6	154,0	53,2	24,7	23,0	35,3	97,6	103,3	127,0	81,9	64,6
2012	28,6	13,2	478,9	455,9	233,4	51,1	153,7	24,1	25,5	24,0	42,4	104,1	98,5	118,8	79,2	55,3
2012 I	6,9	2,5	114,7	106,5	55,4	23,1	36,8	17,5	5,7	5,4	8,9	16,8	24,2	32,3	20,6	15,3
II	7,2	3,5	125,8	138,1	59,1	-0,4	44,2	8,0	6,3	5,8	15,6	45,4	24,7	28,7	20,1	14,1
III	7,1	3,9	118,0	108,2	56,9	15,7	38,7	13,9	6,7	5,5	9,9	21,2	24,9	29,8	19,5	13,0
IV	7,5	3,3	120,4	103,0	61,9	12,7	34,1	-15,3	6,9	7,3	8,0	20,7	24,7	27,9	18,9	12,9
2013 I	7,1	2,4	113,3	95,2	57,3	24,5	32,4	15,5	6,2	5,3	7,5	17,6	24,6	28,2	17,6	11,7

3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

II 2012 a I 2013	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros	
		Total	Dina- marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE ¹⁾	Insti- tuciones de la UE										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																	
Cuenta corriente	3.157,9	1.001,0	54,6	90,9	481,8	309,3	64,3	62,4	46,8	151,6	39,4	72,2	123,7	251,4	420,3	989,2	
Bienes	1.921,2	590,8	35,3	57,2	253,3	244,8	0,2	32,9	23,1	117,7	29,4	44,7	90,6	134,7	227,3	630,0	
Servicios	630,4	190,1	12,3	17,4	118,9	34,7	6,8	10,3	10,5	22,1	7,4	15,3	21,4	62,1	95,5	195,8	
Rentas	506,3	155,2	6,1	14,0	98,4	26,7	10,1	18,8	12,3	11,1	2,4	11,3	11,2	45,2	90,3	148,4	
Rentas de la inversión	477,5	147,5	5,3	13,9	96,7	25,9	5,7	18,7	12,2	11,1	2,4	11,3	11,1	30,2	88,7	144,3	
Tranferencias corrientes	100,0	65,0	1,0	2,3	11,2	3,2	47,3	0,4	0,9	0,7	0,2	0,8	0,5	9,4	7,1	15,1	
Cuenta de capital	29,4	25,4	0,0	0,0	2,4	0,7	22,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9	0,4	2,4	
Pagos																	
Cuenta corriente	3.000,1	947,6	48,8	88,8	419,6	279,9	110,3	38,1	31,4	-	34,6	95,2	155,9	210,5	395,3	-	
Bienes	1.796,5	507,2	29,9	50,4	201,0	225,8	0,0	28,7	13,9	201,9	26,0	46,1	137,8	107,4	149,4	578,2	
Servicios	535,9	154,2	9,0	14,6	91,3	39,0	0,3	5,6	7,1	15,5	6,8	9,7	11,1	48,3	110,4	167,1	
Rentas	457,7	160,2	8,8	21,9	114,9	9,9	4,6	2,4	8,3	-	0,9	38,8	6,2	45,0	128,8	-	
Rentas de la inversión	444,6	153,1	8,7	21,8	113,3	4,6	4,6	2,4	8,1	-	0,7	38,7	6,0	44,5	127,6	-	
Tranferencias corrientes	210,1	126,0	1,1	1,9	12,3	5,3	105,4	1,3	2,0	4,1	1,0	0,6	0,9	9,9	6,6	57,6	
Cuenta de capital	15,9	4,0	0,1	0,1	3,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,6	3,5	6,8	
Neto																	
Cuenta corriente	157,8	53,5	5,8	2,1	62,2	29,4	-46,0	24,3	15,4	-	4,8	-23,0	-32,2	40,9	25,0	-	
Bienes	124,7	83,6	5,4	6,8	52,2	19,0	0,2	4,2	9,1	-84,2	3,4	-1,3	-47,2	27,3	77,9	51,8	
Servicios	94,5	35,9	3,3	2,8	27,6	-4,3	6,4	4,7	3,4	6,6	0,6	5,7	10,2	13,8	-14,9	28,7	
Rentas	48,6	-4,9	-2,8	-7,9	-16,5	16,8	5,4	16,3	4,0	-	1,5	-27,5	5,1	0,3	-38,4	-	
Rentas de la inversión	32,9	-5,6	-3,5	-7,9	-16,6	21,3	1,1	16,4	4,1	-	1,7	-27,4	5,1	-14,3	-38,9	-	
Tranferencias corrientes	-110,1	-61,1	-0,1	0,4	-1,2	-2,1	-58,1	-0,9	-1,1	-3,4	-0,7	0,2	-0,3	-0,5	0,5	-42,6	
Cuenta de capital	13,5	21,4	0,0	0,0	-0,9	0,2	22,0	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,4	-3,1	-4,4	

Fuente: BCE.

1) Excluida Croacia.

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 ¹⁾			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)														
2009	13.739,1	15.225,6	-1.486,4	154,0	170,7	-16,7	4.412,8	3.532,5	4.340,9	6.863,8	-1,3	4.527,2	4.829,3	459,6
2010	15.216,8	16.479,1	-1.262,3	166,0	179,7	-13,8	4.946,7	3.908,6	4.907,3	7.470,9	-32,6	4.807,6	5.099,5	587,8
2011	15.843,0	17.152,6	-1.309,6	168,1	182,0	-13,9	5.564,7	4.392,0	4.762,6	7.628,4	-24,3	4.876,7	5.132,3	663,4
2012 III	16.469,2	17.596,5	-1.127,3	173,8	185,7	-11,9	5.645,1	4.254,9	5.187,8	8.122,4	-21,2	4.923,7	5.219,2	733,8
IV	16.587,8	17.827,3	-1.239,6	174,9	188,0	-13,1	5.830,0	4.421,6	5.266,7	8.316,4	-19,5	4.821,2	5.089,3	689,4
2013 I	16.993,9	18.171,3	-1.177,4	179,3	191,7	-12,4	5.919,9	4.457,6	5.523,6	8.558,5	-31,4	4.894,0	5.155,2	687,8
Variaciones de los saldos vivos														
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1.477,7	1.253,5	224,2	16,1	13,7	2,4	533,9	376,1	566,4	607,1	-31,2	280,4	270,2	128,2
2011	626,2	673,6	-47,3	6,6	7,1	-0,5	618,0	483,3	-144,7	157,5	8,3	69,1	32,8	75,6
2012	744,7	674,7	70,1	7,9	7,1	0,7	265,4	29,7	504,1	688,0	4,8	-55,5	-43,0	26,0
2012 IV	118,5	230,8	-112,3	4,9	9,5	-4,6	185,0	166,7	78,8	194,0	1,7	-102,5	-130,0	-44,4
2013 I	406,1	344,0	62,1	17,5	14,8	2,7	89,8	36,0	256,9	242,1	-11,9	72,8	65,9	-1,5
Transacciones														
2009	-89,4	-74,4	-15,0	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	342,8	-19,0	-514,7	-703,1	-4,6
2010	657,7	666,8	-9,1	7,2	7,3	-0,1	362,4	273,6	134,2	253,7	-18,4	169,0	139,5	10,5
2011	583,2	540,6	42,7	6,2	5,7	0,5	447,0	328,4	-55,9	196,6	5,3	176,6	15,6	10,2
2012	429,9	283,0	146,8	4,5	3,0	1,5	268,4	204,3	184,1	274,5	-17,8	-19,0	-195,8	14,1
2012 IV	-3,5	-91,3	87,8	-0,1	-3,8	3,6	70,0	29,6	79,7	165,0	-28,3	-127,9	-285,9	3,0
2013 I	227,0	189,2	37,8	9,8	8,1	1,6	65,9	42,3	105,6	116,3	-9,3	64,7	30,6	0,0
II	9,3	-43,8	53,1	0,4	-1,8	2,2	14,7	3,0	13,0	76,9	-3,4	-16,0	-123,8	1,0
2013 Feb	100,7	91,7	9,0	-	-	-	24,8	35,8	43,8	25,3	-3,0	37,7	30,5	-2,6
Mar	8,2	-16,7	24,9	-	-	-	24,9	0,3	31,3	35,7	-1,2	-44,5	-52,6	-2,2
Abr	139,4	120,9	18,5	-	-	-	12,9	6,1	41,9	43,4	3,4	81,2	71,4	0,1
May	-10,9	-20,7	9,8	-	-	-	-0,1	0,2	18,0	57,3	7,2	-36,6	-78,2	0,6
Jun	-119,2	-144,0	24,8	-	-	-	1,9	-3,2	-46,9	-23,7	-14,0	-60,5	-117,0	0,3
Otros flujos														
2009	593,6	462,0	131,6	6,7	5,2	1,5	144,1	-13,4	417,6	554,1	18,2	-76,3	-78,7	90,0
2010	819,9	586,7	233,3	8,9	6,4	2,5	171,5	102,5	432,2	353,5	-12,8	111,4	130,7	117,7
2011	-43,0	133,0	-90,0	0,5	1,4	-1,0	170,9	154,9	-88,8	-39,2	3,0	-107,5	17,2	65,4
2012	314,9	391,6	-76,7	3,3	4,1	-0,8	-3,0	-174,6	320,0	413,5	22,6	-36,5	152,8	11,8
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2009	-49,3	-56,1	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,5	..	-11,6	-27,2	-2,7
2010	537,3	325,5	211,8	5,9	3,5	2,3	165,6	50,1	199,0	115,1	..	159,8	160,3	12,9
2011	221,9	172,3	49,6	2,4	1,8	0,5	64,0	23,0	87,9	60,1	..	62,4	89,1	7,6
2012	-	-	188,7	-	-	2,0	-	-	-	-	..	-	-	16,7
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2009	634,8	492,7	142,1	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,4	18,2	..	..	45,8
2010	300,8	153,8	147,0	3,3	1,7	1,6	47,0	2,1	165,1	151,8	-12,8	..	..	101,5
2011	-442,5	-250,9	-191,6	-4,7	-2,7	-2,0	-95,5	0,0	-409,2	-250,9	3,0	..	..	59,3
2012	-	-	568,0	-	-	6,0	-	-	-	-	22,6	..	..	30,0
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2009	8,4	25,5	-17,1	0,1	0,3	-0,2	2,0	-48,3	24,0	124,6	..	-64,4	-50,8	46,9
2010	-18,2	107,4	-125,6	-0,2	1,2	-1,4	-41,2	50,3	68,1	86,6	..	-48,4	-29,5	3,3
2011	263,6	211,6	52,0	2,8	2,2	0,6	202,4	131,9	232,5	151,5	..	-169,9	-71,9	-1,5
2012	-820,6	-407,8	-412,8	-8,7	-4,3	-4,4	-201,3	-217,9	-391,2	182,3	..	-215,0	-372,2	-13,1
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2008	3,0	3,6	-	..	..	..	9,2	3,7	-0,2	3,9	..	-0,2	3,3	1,0
2009	-0,7	-0,5	-	..	..	..	8,9	8,8	2,4	5,6	..	-10,1	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,3	-	..	..	..	7,9	7,5	3,0	3,6	..	3,7	2,8	2,0
2011	3,9	3,3	-	..	..	..	9,1	8,5	-1,2	2,6	..	3,8	0,4	1,6
2012 IV	2,7	1,7	-	..	..	..	4,8	4,7	3,8	3,5	..	-0,4	-3,8	2,1
2013 I	2,2	1,0	-	..	..	..	4,5	3,8	3,1	4,3	..	-0,8	-6,5	1,8
II	1,8	0,4	-	..	..	..	3,6	2,8	4,6	4,7	..	-2,0	-8,0	0,6

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)														
2010	4.946,7	3.825,3	275,3	3.550,0	1.121,4	17,0	1.104,4	3.908,6	2.940,6	90,4	2.850,3	968,0	14,7	953,2
2011	5.564,7	4.230,1	287,6	3.942,5	1.334,6	13,5	1.321,0	4.392,0	3.337,2	92,6	3.244,6	1.054,7	11,2	1.043,5
2012 IV	5.830,0	4.376,0	289,1	4.086,9	1.454,1	13,5	1.440,6	4.421,6	3.154,5	108,3	3.046,2	1.267,1	11,3	1.255,8
2013 I	5.919,9	4.461,4	283,8	4.177,6	1.458,5	14,6	1.443,9	4.457,6	3.203,5	110,8	3.092,7	1.254,1	12,2	1.241,9
Transacciones														
2010	362,4	231,2	21,2	210,0	131,2	1,6	129,6	273,6	294,8	8,8	286,0	-21,2	-7,7	-13,5
2011	447,0	380,7	22,5	358,2	66,3	-3,5	69,8	328,4	332,5	5,1	327,4	-4,1	-0,9	-3,3
2012	268,4	208,0	-1,1	209,1	60,4	0,3	60,1	204,3	201,2	6,6	194,6	3,1	0,6	2,5
2012 IV	70,0	58,9	-0,2	59,1	11,2	0,2	11,0	29,6	52,7	1,3	51,4	-23,2	-0,6	-22,6
2013 I	65,9	58,5	-0,9	59,4	7,4	1,1	6,4	42,3	41,1	3,3	37,8	1,2	0,7	0,5
II	14,7	11,9	2,3	9,6	2,8	-0,8	3,6	3,0	4,4	0,8	3,6	-1,4	0,2	-1,6
2013 Feb	24,8	21,8	0,0	21,8	3,0	0,3	2,8	35,8	15,1	1,1	14,0	20,7	0,2	20,6
Mar	24,9	7,1	-0,8	7,8	17,8	0,1	17,7	0,3	10,6	1,2	9,3	-10,3	-0,6	-9,6
Abr	12,9	10,5	2,0	8,5	2,4	-0,6	3,1	6,1	2,2	0,5	1,6	3,9	1,4	2,5
May	-0,1	8,6	0,1	8,5	-8,7	-0,9	-7,8	0,2	2,9	-0,1	3,0	-2,7	0,1	-2,8
Jun	1,9	-7,2	0,3	-7,4	9,0	0,7	8,3	-3,2	-0,6	0,4	-1,1	-2,6	-1,3	-1,3
Tasas de crecimiento														
2010	7,9	6,4	8,9	6,2	13,2	10,6	13,3	7,5	11,0	11,1	11,0	-2,5	-37,9	-1,8
2011	9,1	10,1	8,4	10,2	6,0	-21,4	6,4	8,5	11,3	5,7	11,5	-0,6	-7,6	-0,5
2012 IV	4,8	4,9	-0,4	5,3	4,4	1,4	4,5	4,7	6,3	7,2	6,2	0,5	6,0	0,5
2013 I	4,5	4,7	-0,1	5,1	3,9	2,0	3,9	3,8	5,6	8,1	5,5	-0,6	19,1	-0,7
II	3,6	3,7	0,9	3,9	3,1	4,3	3,1	2,8	4,3	7,4	4,2	-1,1	19,6	-1,2

G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

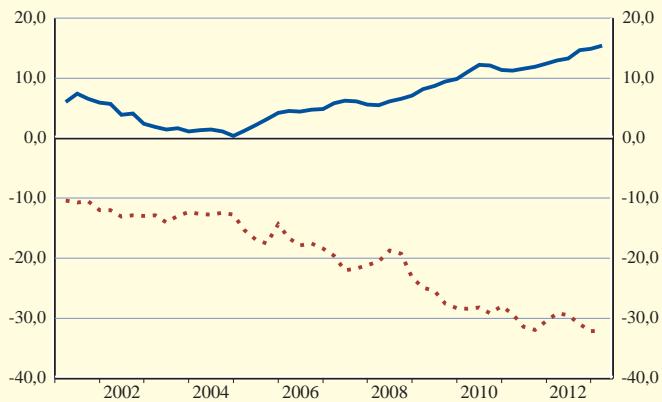
(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)

G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)

— Posición de inversión internacional neta

— Inversiones directas neta
- - - Inversiones de cartera neta



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones								
		Bolos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario											
		Total		IFM	No IFM	Total		IFM	No IFM	Total		IFM	No IFM			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2010	4.907,3	1.907,7	81,2	3,6	1.826,5	47,6	2.579,3	807,6	15,6	1.771,7	74,5	420,3	316,3	41,7	104,0	0,2
2011	4.762,6	1.703,4	62,5	3,1	1.640,8	39,6	2.592,9	725,7	16,0	1.867,2	94,2	466,3	300,6	57,5	165,7	0,5
2012 IV	5.266,7	1.947,5	70,7	2,8	1.876,7	42,4	2.852,4	674,9	15,6	2.177,5	97,8	466,8	288,0	53,8	178,8	1,5
2013 I	5.523,6	2.141,8	88,2	3,1	2.053,5	48,3	2.915,8	655,7	16,6	2.260,1	98,3	466,0	279,9	51,1	186,0	0,5
Transacciones																
2010	134,2	77,3	4,1	-0,2	73,2	1,7	103,0	-126,3	-0,8	229,3	51,5	-46,1	-64,9	-11,7	18,8	-1,9
2011	-55,9	-70,8	-15,7	-0,2	-55,1	-7,3	-15,7	-55,1	0,3	39,4	-3,0	30,6	24,3	10,5	6,4	0,2
2012	184,1	58,3	4,9	0,1	53,4	0,0	123,4	-39,5	-0,9	162,8	-8,0	2,5	-18,0	2,3	20,5	0,2
2012 IV	79,7	59,7	10,1	0,0	49,6	0,9	38,5	7,1	0,5	31,5	-3,5	-18,5	-20,6	5,6	2,1	0,3
2013 I	105,6	62,1	13,9	0,1	48,3	3,4	35,0	-15,6	1,1	50,6	0,7	8,5	4,5	0,6	3,9	-0,2
II	13,0	8,1	2,3	0,0	5,9	-	-16,4	-19,1	-6,3	2,7	-	21,3	12,7	19,9	8,5	-
2013 Feb	43,8	17,3	0,6	0,0	16,8	-	17,7	-5,7	-0,3	23,4	-	8,7	4,9	1,3	3,8	-
Mar	31,3	27,2	12,4	0,1	14,9	-	6,7	-2,4	0,4	9,1	-	-2,7	0,2	-3,4	-2,8	-
Abr	41,9	17,3	-0,1	0,0	17,4	-	5,7	-9,8	-6,4	15,5	-	18,8	11,3	15,5	7,6	-
May	18,0	9,2	4,6	0,0	4,6	-	5,6	-1,0	0,1	6,5	-	3,3	3,8	1,1	-0,5	-
Jun	-46,9	-18,4	-2,2	0,0	-16,2	-	-27,7	-8,3	0,0	-19,3	-	-0,9	-2,4	3,3	1,5	-
Tasas de crecimiento																
2010	3,0	4,9	5,6	-5,1	4,8	4,8	4,1	-13,6	-4,9	14,7	124,1	-10,3	-17,9	-25,4	22,3	-91,7
2011	-1,2	-4,1	-20,3	-6,0	-3,4	-15,9	-0,6	-7,0	2,2	2,2	-3,1	7,5	8,0	26,6	6,1	120,7
2012 IV	3,8	3,2	8,0	2,8	3,0	-0,2	4,6	-5,5	-5,5	8,5	-7,8	0,6	-5,5	3,4	12,4	37,9
2013 I	3,1	5,2	21,4	5,8	4,6	13,0	3,6	-6,6	4,8	7,2	-6,0	-6,7	-12,0	12,8	3,4	55,1
II	4,6	7,1	39,7	5,2	6,0	-	3,3	-5,6	-33,9	6,2	-	2,7	-1,5	63,0	10,5	-

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones					
		Bolos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario								
		Total		IFM	No IFM	Total		IFM	No IFM	Total		IFM	No IFM
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	AAPP
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2010	7.470,9	3.175,5	665,8	2.509,7	3.841,4	1.189,9	2.651,5	1.648,3	454,0	69,5	384,6	347,4	
2011	7.628,4	3.042,7	556,9	2.485,7	4.142,3	1.273,5	2.868,7	1.772,1	443,5	87,2	356,2	316,5	
2012 IV	8.316,4	3.499,3	539,4	2.959,8	4.353,0	1.181,4	3.171,6	1.963,4	464,2	90,6	373,6	301,0	
2013 I	8.558,5	3.648,9	523,6	3.125,3	4.415,9	1.184,9	3.231,0	2.009,6	493,7	94,5	399,2	326,3	
Transacciones													
2010	253,7	123,1	-13,1	136,2	175,1	55,8	119,3	186,8	-44,5	15,0	-59,5	-38,9	
2011	196,6	78,7	19,5	59,2	165,4	78,5	87,0	89,1	-47,5	2,2	-49,7	-37,5	
2012	274,5	154,4	-18,3	172,8	120,4	-52,7	173,2	154,8	-0,3	3,4	-3,8	-25,5	
2012 IV	165,0	95,7	-10,4	106,1	44,0	-5,1	49,1	32,0	25,3	8,1	17,2	-7,3	
2013 I	116,3	51,9	-7,8	59,7	31,3	-1,1	32,4	45,4	33,2	13,7	19,5	24,5	
II	76,9	71,0	-15,4	86,4	-2,2	-11,4	9,2	-	8,1	21,4	-13,3	-	
2013 Feb	25,3	7,4	3,8	3,6	4,0	2,8	1,2	-	14,0	11,3	2,7	-	
Mar	35,7	15,0	-2,9	17,9	10,7	-12,4	23,1	-	9,9	2,7	7,3	-	
Abr	43,4	11,6	-1,6	13,2	27,9	0,8	27,1	-	3,9	5,0	-1,1	-	
May	57,3	51,1	2,0	49,1	2,9	-0,2	3,1	-	3,2	1,6	1,7	-	
Jun	-23,7	8,3	-15,8	24,1	-33,0	-11,9	-21,1	-	1,0	14,8	-13,9	-	
Tasas de crecimiento													
2010	3,6	4,3	-2,0	6,2	4,9	4,9	4,8	12,4	-8,8	18,5	-13,4	-9,8	
2011	2,6	2,5	3,1	2,2	4,4	6,9	3,3	5,5	-9,1	5,2	-12,1	-10,9	
2012 IV	3,5	4,8	-3,4	6,5	2,9	-4,2	6,0	8,7	-0,1	3,5	-1,0	-7,7	
2013 I	4,3	5,0	-6,2	7,3	3,7	-2,6	6,3	9,9	4,9	14,6	2,5	-2,2	
II	4,7	7,1	-7,0	9,9	2,8	-2,1	4,8	-	5,1	28,2	-0,4	-	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

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)															
2010	4.807,6	32,9	32,2	0,7	2.972,0	2.932,7	39,4	161,9	7,6	115,4	19,8	1.640,7	213,3	1.279,5	441,6
2011	4.876,7	35,7	35,4	0,3	3.067,6	3.006,6	61,0	162,8	6,7	116,4	30,2	1.610,6	228,4	1.214,6	506,9
2012 IV	4.821,2	40,1	39,9	0,3	2.923,3	2.853,2	70,1	166,2	5,1	121,4	29,2	1.691,5	263,0	1.227,3	580,9
2013 I	4.894,0	33,0	32,7	0,3	2.954,5	2.884,5	70,0	152,4	5,1	107,4	23,5	1.754,1	262,4	1.249,9	606,1
Transacciones															
2010	169,0	-2,9	-2,8	0,0	10,1	1,3	8,9	41,5	-0,3	41,1	4,9	120,3	8,7	87,8	53,6
2011	176,6	-2,7	-2,8	0,1	50,4	20,6	29,9	4,4	-0,2	4,2	10,3	124,4	8,1	91,2	47,7
2012	-19,0	10,7	10,7	0,0	-121,3	-130,5	9,2	4,7	-1,6	6,4	-1,0	86,8	8,9	61,7	28,4
2012 IV	-127,9	5,8	5,8	0,0	-114,5	-107,2	-7,3	18,4	0,1	17,9	4,2	-37,7	-1,1	-23,3	-24,5
2013 I	64,7	-6,9	-6,9	0,0	11,8	12,6	-0,8	-11,0	-0,2	-11,0	-5,1	70,8	0,4	44,0	26,2
II	-16,0	-11,2	-	-	20,1	-	-	-4,4	-	-	-0,1	-20,4	-	-	0,3
2013 Feb	37,7	1,3	-	-	-9,6	-	-	-0,8	-	-	2,8	46,7	-	-	2,8
Mar	-44,5	-6,6	-	-	-39,3	-	-	-1,3	-	-	-1,7	2,7	-	-	12,4
Abr	81,2	-3,1	-	-	65,0	-	-	1,4	-	-	1,9	17,9	-	-	22,2
May	-36,6	-5,2	-	-	-1,7	-	-	-3,9	-	-	-1,4	-25,8	-	-	-7,9
Jun	-60,5	-2,9	-	-	-43,1	-	-	-1,9	-	-	-0,6	-12,5	-	-	-13,9
Tasas de crecimiento															
2010	3,7	-12,7	-12,5	-9,9	0,4	0,1	23,6	33,9	-3,1	53,7	32,8	7,8	4,2	7,3	13,0
2011	3,8	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	76,6	3,0	-3,2	4,2	51,5	7,8	3,8	7,4	11,1
2012 IV	-0,4	31,2	31,5	-0,7	-3,9	-4,3	15,6	3,1	-23,5	5,8	-3,3	5,5	4,3	5,2	5,9
2013 I	-0,8	5,2	5,2	-1,0	-4,6	-5,1	25,0	3,1	-25,1	5,3	-1,9	5,8	-2,1	6,6	5,0
II	-2,0	-25,8	-	-	-3,9	-	-	-3,8	-	-	-20,0	2,0	-	-	1,8

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2010	5.099,5	269,1	266,1	3,0	3.491,0	3.445,0	46,0	148,0	0,0	141,8	6,2	1.191,5	202,7	842,1	146,7
2011	5.132,3	411,3	408,5	2,8	3.208,3	3.140,6	67,6	223,9	0,1	217,1	6,8	1.288,8	224,0	871,7	193,2
2012 IV	5.089,3	428,9	428,0	0,9	2.958,0	2.875,1	83,0	227,4	0,1	219,8	7,5	1.475,0	230,2	1.013,3	231,5
2013 I	5.155,2	398,6	397,8	0,9	2.977,2	2.893,6	83,6	224,3	0,1	217,5	6,8	1.555,0	233,9	1.046,4	274,7
Transacciones															
2010	139,5	9,4	6,8	2,6	-8,7	-14,6	5,9	65,1	0,0	64,6	0,5	73,7	15,9	31,6	26,2
2011	15,6	135,1	135,3	-0,2	-289,1	-327,7	38,7	74,1	0,0	74,1	0,0	95,4	10,4	65,2	19,9
2012	-195,8	19,0	20,9	-1,8	-238,7	-255,9	17,2	4,4	0,0	3,4	1,0	19,5	4,6	3,2	11,7
2012 IV	-285,9	-0,2	0,2	-0,3	-216,4	-219,1	2,7	-5,6	0,0	-5,9	0,3	-63,8	1,1	-42,6	-22,2
2013 I	30,6	-33,2	-33,2	0,0	0,6	1,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	63,6	2,2	25,8	35,6
II	-123,8	21,5	-	-	93,0	-	-	1,2	-	-	-10,4	-	-	-	
2013 Feb	30,5	-10,3	-	-	13,5	-	-	-1,9	-	-	29,3	-	-	-	
Mar	-52,6	-0,7	-	-	-47,6	-	-	-0,3	-	-	-4,0	-	-	-	
Abr	71,4	-1,1	-	-	54,6	-	-	-1,7	-	-	19,6	-	-	-	
May	-78,2	-11,3	-	-	-58,6	-	-	-0,6	-	-	-7,6	-	-	-	
Jun	-117,0	-9,1	-	-	-89,1	-	-	3,6	-	-	-22,4	-	-	-	
Tasas de crecimiento															
2010	2,8	3,6	2,6	..	-0,2	-0,3	15,5	78,8	..	83,7	5,8	6,4	8,8	3,7	17,8
2011	0,4	50,4	51,0	..	-8,3	-9,6	89,7	50,5	..	52,6	0,2	8,2	5,1	7,9	13,7
2012 IV	-3,8	4,8	5,2	..	-7,4	-8,1	25,6	2,0	..	1,6	15,4	1,5	2,1	0,3	6,5
2013 I	-6,5	18,3	19,0	..	-12,5	-13,3	31,5	-1,4	..	-1,7	11,0	1,5	-0,2	0,2	8,7
II	-8,0	-8,3	..	..	-12,1	..	-3,9	..	..	..	0,8	..	..	..	..

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)

7. Activos de reserva¹⁾

Total	Activos de reserva													Pro memoria						
	Oro monetario	Tenen- cias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles									Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de líquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predetermi- nados	Asig- nación de DEG				
				Efectivo y depósitos			Valores			Derivados financieros										
				En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obliga- ciones	Instrumentos del mercado monetario	13	14	15								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17			
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																				
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	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5			
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9			
2012 III	733,8	476,4	346,827	53,8	34,2	168,9	5,4	8,2	155,2	0,2	136,1	18,9	0,2	0,5	39,9	-39,5	56,2			
IV	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	166,8	6,1	8,8	151,3	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0	55,0			
2013 I	687,8	432,7	346,696	52,5	32,4	169,6	5,3	10,0	154,4	0,2	132,6	21,6	-0,1	0,6	31,2	-35,8	55,1			
2013 Jun	564,3	315,9	346,672	51,3	31,5	164,7	5,5	7,6	151,6	0,2	133,9	17,6	0,0	0,8	27,3	-31,0	54,2			
Jul	588,7	343,3	346,674	50,7	31,4	162,5	7,8	5,0	149,5	0,2	132,0	17,3	0,2	0,9	26,3	-28,6	53,8			
Transactions																				
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-			
2011	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,1	0,0	-	-	-			
2012	14,1	0,0	-	-0,3	3,4	10,3	0,8	1,2	8,0	-0,4	-0,7	9,1	0,4	0,7	-	-	-			
2012 IV	3,0	0,0	-	0,3	-1,5	4,2	0,6	1,0	2,4	0,0	-0,5	2,9	0,1	0,1	-	-	-			
2013 I	0,0	0,0	-	-0,5	0,3	0,2	-1,1	0,8	0,9	0,0	-0,8	1,7	-0,5	0,0	-	-	-			
II	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-
Tasas de crecimiento																				
2009	-1,3	-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	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-			
2011	1,6	0,0	-	-3,0	82,3	-1,2	-30,0	-52,7	6,9	27,4	14,3	-45,2	-	-	-	-	-			
2012 IV	2,1	0,0	-	-0,5	11,1	6,6	15,1	15,2	5,6	-53,5	-0,6	82,8	-	-	-	-	-			
2013 I	1,8	0,0	-	-0,9	7,5	6,2	-4,1	30,5	5,6	-50,1	-0,4	68,3	-	-	-	-	-			
II	0,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-	-	-

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)
							1	2	3	4	5
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2009	10.341,7	4.469,0	525,7	3.523,2	176,9	184,9	1.462,1	1.966,1	253,4	4.579,8	2.080,3
2010	10.919,2	4.696,9	454,0	3.841,4	202,7	201,9	1.522,3	2.143,7	271,0	4.750,4	2.231,8
2011	11.421,3	4.637,9	443,5	4.142,3	224,0	270,4	1.703,3	2.312,6	411,3	4.569,0	2.425,2
2012 III	11.939,1	4.661,4	434,6	4.324,5	230,5	327,3	1.960,8	2.453,3	432,0	4.504,5	2.588,4
IV	11.947,9	4.536,2	464,2	4.353,0	230,2	322,9	2.041,5	2.491,7	428,9	4.229,9	2.755,9
2013 I	12.096,5	4.555,3	493,7	4.415,9	233,9	366,0	2.031,7	2.560,2	398,6	4.256,6	2.849,3
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2009	115,9	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,4	22,0	2,8	51,3	23,3
2010	119,2	51,3	5,0	41,9	2,2	2,2	16,6	23,4	3,0	51,9	24,4
2011	121,3	49,2	4,7	44,0	2,4	2,9	18,1	24,6	4,4	48,5	25,7
2012 III	126,0	49,2	4,6	45,6	2,4	3,5	20,7	25,9	4,6	47,5	27,3
IV	126,0	47,8	4,9	45,9	2,4	3,4	21,5	26,3	4,5	44,6	29,1
2013 I	127,3	48,0	5,2	46,5	2,5	3,9	21,4	27,0	4,2	44,8	30,0

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 ¹⁾	Instituciones de la UE									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2011																
Inversiones directas	1.172,7	260,7	-10,6	-13,0	11,4	274,1	-1,3	84,4	73,2	-22,1	125,2	40,0	-146,5	-0,3	758,2	
En el exterior	5.564,7	1.541,1	28,7	142,2	1.049,2	321,1	0,0	183,8	85,1	74,5	526,0	1.082,9	487,1	0,0	1.584,3	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	4.230,1	1.128,4	23,9	78,5	776,0	249,9	0,0	146,2	68,4	53,7	394,6	743,1	402,2	0,0	1.293,5	
Otro capital	1.334,6	412,8	4,7	63,7	273,2	71,1	0,0	37,5	16,6	20,8	131,4	339,8	84,9	0,0	290,7	
En la zona del euro	4.392,0	1.280,4	39,2	155,2	1.037,8	47,0	1,3	99,4	11,9	96,6	400,8	1.042,9	633,5	0,4	826,0	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.337,2	1.052,4	26,1	142,6	855,5	27,0	1,2	83,4	6,3	76,9	236,0	789,1	370,2	0,1	722,7	
Otro capital	1.054,7	228,0	13,2	12,6	182,2	20,0	0,0	16,0	5,6	19,7	164,8	253,8	263,3	0,3	103,3	
Inversiones de cartera: Activos	4.762,6	1.536,9	84,5	199,5	1.005,5	99,4	148,0	100,7	52,5	208,0	124,3	1.557,1	384,9	35,2	763,0	
Acc. y participaciones	1.703,4	341,8	10,9	41,6	275,9	13,2	0,1	39,1	48,7	90,4	102,0	553,1	215,8	1,4	311,0	
Valores distintos de acciones	3.059,2	1.195,1	73,6	157,9	729,6	86,2	147,9	61,6	3,9	117,6	22,2	1.004,0	169,1	33,8	452,0	
Bonos y obligaciones	2.592,9	1.050,8	68,5	124,8	629,5	83,8	144,2	56,8	2,7	46,3	15,4	828,0	155,1	32,7	405,1	
Instrum. mercado monetario	466,3	144,3	5,1	33,0	100,1	2,4	3,7	4,8	1,2	71,3	6,9	175,9	13,9	1,0	46,9	
Otras inversiones	-255,6	-287,7	45,5	-30,0	-154,0	71,4	-220,6	-10,1	-13,5	10,9	-75,1	63,8	82,5	-71,6	45,2	
Activos	4.876,7	2.159,9	92,3	91,0	1.777,6	182,7	16,3	26,8	46,1	99,5	257,4	763,5	588,8	36,7	898,0	
AAPP	162,8	63,9	1,5	4,1	44,3	1,3	12,7	1,8	3,2	2,3	1,0	8,5	2,4	30,4	49,3	
IFM	3.103,3	1.497,4	71,9	49,7	1.225,7	147,2	2,9	14,7	20,9	80,2	130,1	473,3	439,6	5,7	441,4	
Otros sectores	1.610,6	598,7	19,0	37,2	507,7	34,2	0,7	10,2	22,0	17,0	126,3	281,6	146,8	0,6	407,4	
Pasivos	5.132,3	2.447,6	46,8	121,0	1.931,6	111,3	236,9	36,8	59,6	88,6	332,5	699,7	506,3	108,3	852,8	
AAPP	223,9	118,2	0,1	0,4	53,5	0,1	64,1	0,1	0,1	0,1	1,2	33,2	1,4	66,6	3,1	
IFM	3.619,5	1.758,6	36,4	84,8	1.436,3	86,2	115,0	24,8	30,8	61,4	256,7	416,0	414,0	38,8	618,3	
Otros sectores	1.288,8	570,8	10,3	35,8	441,8	25,0	57,8	11,9	28,8	27,0	74,6	250,4	91,0	3,0	231,4	
II 2012 a I 2013																
Transacciones acumuladas																
Inversiones directas	84,1	46,1	-7,6	-11,0	50,1	14,6	0,0	-8,1	6,1	-1,6	5,5	-39,3	14,7	0,1	60,8	
En el exterior	254,4	113,5	1,7	14,5	81,8	15,4	0,0	5,1	7,2	4,3	-2,5	34,9	-4,9	0,0	96,7	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	200,8	119,4	1,9	16,4	88,2	12,9	0,0	7,9	6,0	1,7	-7,1	29,0	-17,1	0,0	61,0	
Otro capital	53,5	-5,9	-0,1	-1,9	-6,4	2,6	0,0	-2,8	1,2	2,7	4,7	5,9	12,1	0,0	35,7	
En la zona del euro	170,2	67,4	9,3	25,5	31,8	0,9	0,0	13,2	1,1	6,0	-7,9	74,2	-19,6	0,0	35,9	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	178,3	35,3	11,0	18,8	3,8	1,8	0,0	16,4	0,9	6,7	7,3	91,1	-0,7	0,0	21,3	
Otro capital	-8,1	32,1	-1,7	6,7	28,0	-0,9	0,0	-3,2	0,2	-0,7	-15,3	-16,9	-18,9	0,0	14,6	
Inversiones de cartera: Activos	165,2	-37,5	7,0	7,4	-72,2	7,3	13,0	7,3	3,0	12,4	-6,7	68,5	-14,2	-1,4	133,7	
Acc. y participaciones	99,6	30,9	1,4	3,2	25,4	0,9	0,0	3,3	3,0	10,6	3,7	30,9	-11,1	0,0	28,4	
Valores distintos de acciones	65,5	-68,4	5,6	4,2	-97,6	6,5	13,0	4,0	0,0	1,8	-10,3	37,6	-3,1	-1,4	105,3	
Bonos y obligaciones	100,0	-40,1	3,7	3,2	-68,6	7,7	13,9	1,6	0,1	-4,1	-1,6	39,8	-1,9	-1,8	108,0	
Instrum. mercado monetario	-34,5	-28,3	1,8	1,0	-29,0	-1,3	-0,9	2,4	0,0	5,9	-8,8	-2,3	-1,1	0,4	-2,7	
Otras inversiones	300,7	251,1	-20,7	9,9	291,5	-22,9	-6,7	4,1	32,6	-20,7	0,0	17,4	-4,4	-17,1	37,8	
Activos	-40,2	-17,4	-5,2	10,2	-4,5	-17,3	-0,6	5,0	3,0	-23,3	8,1	-11,5	-34,6	0,5	30,0	
AAPP	4,6	2,8	1,3	0,2	1,2	-0,4	0,6	0,1	-0,1	-1,3	0,4	0,7	0,6	0,1	1,2	
IFM	-140,8	-54,9	-9,0	6,0	-34,0	-16,6	-1,3	0,3	6,2	-18,9	10,5	-28,3	-44,6	0,4	-11,5	
Otros sectores	96,0	34,7	2,6	4,1	28,3	-0,3	0,1	4,7	-3,2	-3,1	-2,9	16,1	9,4	0,0	40,3	
Pasivos	-340,9	-268,4	15,6	0,3	-296,0	5,6	6,1	1,0	-29,6	-2,6	8,1	-28,9	-30,2	17,6	-7,8	
AAPP	-3,1	-20,8	0,1	0,3	-27,1	0,0	5,8	0,3	0,0	0,0	-0,1	-3,6	-0,1	20,0	1,2	
IFM	-365,3	-234,2	12,6	1,9	-250,0	3,6	-2,4	-5,8	-29,5	-4,6	-8,4	-36,7	-36,9	-3,0	-6,1	
Otros sectores	27,5	-13,4	2,8	-1,9	-19,0	2,0	2,7	6,5	-0,1	2,0	16,6	11,4	6,8	0,6	-2,9	

Fuente: BCE.

1) Excluida Croacia.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones)

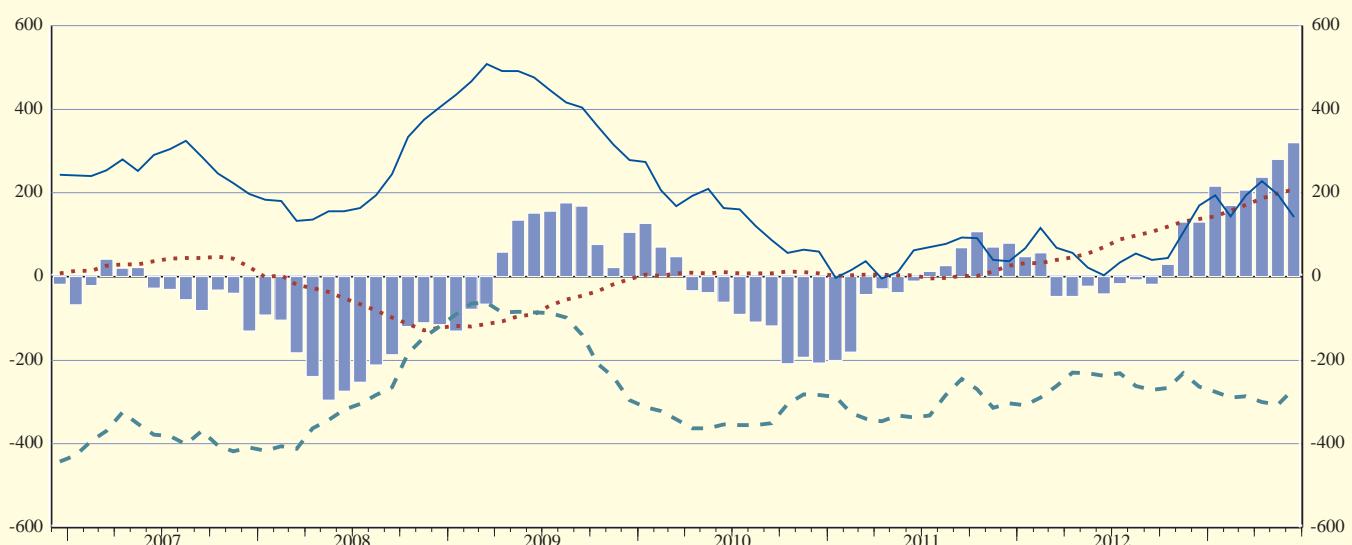
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	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			
2010	-207,0	7,8	-339,3	272,2	-73,0	-248,0	136,2	59,8	-160,9	138,6	18,3	-18,8			
2011	80,0	26,0	-428,0	324,1	55,1	-45,8	59,2	37,3	-128,8	169,6	-5,3	16,6			
2012	130,3	137,5	-269,2	197,0	-53,4	-183,3	172,8	169,4	-91,5	23,9	17,8	9,3			
2012 II	13,7	19,8	-67,5	49,2	19,1	-16,7	9,6	47,6	-46,7	7,7	-8,0	-0,3			
III	48,0	44,9	-50,9	44,0	-6,0	-48,2	26,6	28,5	-13,3	22,8	2,8	-3,2			
IV	113,8	72,5	-70,1	28,8	-49,6	-33,6	106,1	66,2	19,2	-69,4	28,3	15,3			
2013 I	31,8	34,2	-65,8	38,4	-48,3	-54,5	59,7	51,8	-59,8	63,2	9,3	3,5			
II	126,1	56,4	-13,2	2,0	-5,9	-11,2	86,4	-4,1	24,9	-9,2	3,4	-3,3			
2012 Jun	14,3	18,0	-22,3	5,1	12,5	0,2	15,7	19,1	-22,3	-8,2	-2,2	-1,3			
Jul	12,8	22,4	-15,8	20,0	3,5	-19,2	-0,2	10,8	-28,4	26,2	-1,7	-5,0			
Ago	25,5	10,5	-24,4	38,2	-0,2	-15,6	3,2	3,4	10,3	-3,3	6,2	-2,8			
Sep	9,7	11,9	-10,7	-14,1	-9,4	-13,4	23,7	14,2	4,8	-0,1	-1,7	4,5			
Oct	8,8	17,4	-11,7	6,2	-8,7	-12,3	41,6	5,1	-27,1	-13,6	10,3	1,5			
Nov	66,4	24,7	-15,6	23,1	-8,3	-21,2	24,9	37,8	-6,9	-9,1	7,4	9,6			
Dic	38,6	30,4	-42,9	-0,5	-32,6	-0,1	39,6	23,3	53,2	-46,6	10,6	4,1			
2013 Ene	43,1	-4,0	-15,7	4,1	-16,6	-21,0	38,2	17,5	-12,5	40,1	5,0	7,9			
Feb	-33,1	13,1	-24,6	34,6	-16,8	-27,2	3,6	4,0	-46,0	27,4	3,0	-4,1			
Mar	21,7	25,2	-25,6	-0,3	-14,9	-6,3	17,9	30,4	-1,4	-4,3	1,2	-0,3			
Abr	4,9	17,9	-11,6	4,1	-17,4	-23,1	13,2	26,1	-19,3	17,9	-3,4	0,6			
May	66,9	11,6	-0,7	0,2	-4,6	-6,0	49,1	4,8	29,8	-8,2	-7,2	-1,8			
Jun	54,3	26,9	-0,9	-2,3	16,2	17,8	24,1	-35,0	14,4	-18,8	14,0	-2,1			
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2013 Jun	319,6	208,0	-200,0	113,2	-109,8	-147,5	278,9	142,5	-29,1	7,4	43,8	12,3			

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- █ Total de 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, veáense las Notas Generales.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	7	8	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2011	13,0	13,3	1.746,1	880,5	353,1	474,3	1.426,9	1.762,5	1.129,2	241,0	367,6	1.104,8	324,3	
2012	7,4	1,7	1.870,7	928,9	384,7	516,1	1.524,5	1.791,1	1.147,7	245,1	368,4	1.091,6	360,6	
2012 III	7,5	0,4	474,0	233,4	96,6	131,9	386,6	448,0	285,3	62,0	92,8	273,8	90,3	
IV	5,7	1,0	466,2	230,8	96,5	129,1	379,5	439,4	281,2	58,9	91,7	268,6	89,8	
2013 I	1,2	-5,1	475,6	236,2	95,6	133,3	384,3	436,6	278,4	58,9	90,6	268,3	86,0	
II	1,9	-3,3	475,0				385,0	431,3				265,2		
2013 Ene	5,2	2,0	157,1	78,1	31,4	44,3	127,5	148,1	93,5	20,8	30,6	91,4	29,7	
Feb	-1,2	-6,9	157,2	77,7	31,1	44,3	125,0	145,0	93,8	19,0	30,0	86,5	28,9	
Mar	0,1	-10,0	161,4	80,4	33,1	44,7	131,8	143,4	91,1	19,0	30,0	90,5	27,4	
Abr	9,0	1,7	159,6	77,9	32,9	44,4	127,4	144,6	91,8	20,0	30,2	87,8	28,3	
May	-0,2	-5,7	155,4	75,9	31,6	43,2	130,3	141,6	89,5	19,2	29,7	90,1	27,5	
Jun	-2,5	-5,8	160,0				127,4	145,2				87,3		
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2011	7,5	3,5	148,6	143,3	153,4	155,5	145,3	126,4	119,5	136,2	144,6	133,5	102,6	
2012	3,3	-3,1	153,0	146,1	160,8	161,2	150,2	122,3	116,0	130,0	137,9	127,1	103,6	
2012 II	3,6	-3,0	153,2	145,5	162,3	161,9	151,0	123,4	116,7	133,0	138,8	129,5	103,3	
III	2,9	-5,6	154,0	146,3	159,3	163,4	151,3	121,2	114,7	129,5	136,4	125,7	104,9	
IV	2,4	-2,5	151,9	144,8	161,1	160,4	149,0	120,2	114,2	125,2	136,3	124,5	104,4	
2013 I	0,2	-4,4	155,7	148,7	159,4	167,2	151,7	120,5	114,5	124,3	135,9	125,5	100,8	
2012 Dic	-6,0	-7,4	149,6	141,9	159,0	158,5	146,8	118,0	112,6	122,2	133,7	122,9	101,5	
2013 Ene	3,5	2,0	154,0	147,4	157,2	165,7	150,6	123,0	115,9	132,4	137,4	128,2	105,2	
Feb	-1,4	-6,1	154,8	147,1	156,0	167,3	148,7	120,0	115,0	122,0	135,6	121,7	100,0	
Mar	-1,2	-8,9	158,5	151,7	164,9	168,5	156,0	118,6	112,6	118,7	134,8	126,5	97,3	
Abr	8,5	3,0	156,8	147,4	163,3	167,6	150,5	120,2	115,0	123,2	135,0	122,0	103,9	
May	0,0	-3,6	153,0	144,9	156,1	162,2	154,2	119,4	114,0	120,9	133,3	126,7	104,2	

2. Precios²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾						Precios industriales de importación (CIF)							
	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Pro memoria: Manufacturas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% del total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	104,1	4,1	5,6	1,3	1,5	23,0	3,8	108,2	8,1	4,8	-0,7	3,6	25,5	3,5
2012	106,8	2,6	1,0	1,8	2,2	9,8	2,4	111,4	3,0	0,0	1,5	2,5	7,2	1,8
2012 IV	106,6	1,6	0,6	1,2	2,0	3,7	1,6	110,5	1,2	0,4	0,5	2,0	2,0	1,3
2013 I	106,5	0,1	-0,5	0,4	1,3	-4,2	0,0	110,2	-1,4	-0,9	-0,6	0,9	-3,9	-0,5
II	105,8	-0,9	-1,7	0,2	1,1	-8,2	-0,7	108,4	-2,6	-2,1	-1,1	0,4	-5,7	-1,3
2013 Ene	106,4	0,3	-0,3	0,3	1,4	-1,7	0,2	110,0	-0,8	-0,5	-1,3	0,7	-1,7	-0,5
Feb	106,6	0,1	-0,6	0,2	1,2	-2,2	0,1	110,3	-1,3	-1,2	-0,9	0,8	-2,9	-0,6
Mar	106,6	-0,3	-0,6	0,6	1,4	-8,2	-0,3	110,3	-2,2	-1,0	-0,3	1,2	-6,9	-0,3
Abr	106,1	-0,9	-1,3	0,6	1,4	-11,6	-0,8	109,0	-3,1	-1,5	-0,3	1,1	-8,9	-0,9
May	105,9	-1,0	-1,8	0,2	1,1	-9,1	-0,7	108,3	-2,9	-2,1	-1,2	0,6	-6,6	-1,4
Jun	105,5	-0,8	-1,9	-0,3	0,7	-3,5	-0,7	107,9	-1,9	-2,8	-1,7	-0,4	-1,5	-1,6

Fuente: Eurostat.

- 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.
- 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 deflactores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflactores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 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 ¹⁾					China	Japón					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)																
2011	1.746,1	32,9	60,5	213,5	241,6	79,9	109,2	56,8	200,6	405,6	115,7	39,4	112,3	84,6	148,8	
2012	1.870,7	34,0	59,1	230,4	245,1	90,0	116,4	59,4	224,0	439,3	120,7	44,7	126,2	97,3	149,3	
2012 I	463,3	8,4	15,0	56,5	61,3	22,1	29,3	14,6	55,7	108,4	31,4	10,6	31,1	23,6	37,3	
II	467,3	8,6	14,9	57,1	61,3	22,8	29,2	14,6	56,0	109,0	30,3	11,3	31,5	24,5	37,9	
III	474,0	8,5	14,8	58,4	61,6	22,8	29,2	15,0	58,3	110,6	29,9	11,6	31,2	24,5	39,1	
IV	466,2	8,6	14,4	58,5	60,9	22,4	28,7	15,2	53,9	111,4	29,1	11,2	32,5	24,8	35,0	
2013 I	475,6	8,6	14,5	58,6	61,9	23,2	28,2	15,7	55,6	111,1	29,6	11,0	34,2	25,0	39,2	
II	475,0	.	.	.	.	22,6	27,4	15,6	54,8	109,9	29,8	10,7	33,2	24,7	.
2013 Ene	157,1	2,9	5,1	19,5	20,9	8,0	9,8	5,4	18,3	37,0	10,1	3,7	11,5	8,2	10,4	
Feb	157,2	2,8	4,6	18,9	20,4	7,6	8,9	5,1	17,6	35,4	9,3	3,5	11,5	7,8	16,5	
Mar	161,4	2,9	4,7	20,1	20,6	7,6	9,6	5,2	19,7	38,7	10,1	3,8	11,2	8,9	12,2	
Abr	159,6	2,8	4,8	19,0	20,0	7,6	9,2	5,1	18,4	36,7	10,0	3,5	11,0	8,0	17,0	
May	155,4	2,9	5,0	20,1	20,5	7,7	9,3	5,3	18,8	37,3	10,0	3,6	11,1	8,6	8,9	
Jun	160,0	.	.	.	.	7,3	8,9	5,2	17,7	36,0	9,8	3,6	11,0	8,1	.
Porcentaje del total de exportaciones																
2012	100,0	1,8	3,2	12,3	13,1	4,8	6,2	3,2	12,0	23,5	6,5	2,4	6,7	5,2	8,0	
Importaciones (cif)																
2011	1.762,5	29,9	53,2	166,9	226,8	138,7	81,6	35,0	140,8	553,5	218,5	52,6	129,1	91,2	115,7	
2012	1.791,1	29,0	52,9	168,0	229,8	143,2	81,0	33,9	150,3	538,7	213,6	48,5	157,0	92,8	114,6	
2012 I	454,4	7,2	13,3	42,6	57,4	37,5	20,1	8,4	37,7	137,8	53,2	12,6	39,7	23,8	28,8	
II	449,3	7,3	13,1	41,3	57,0	34,9	19,7	8,4	37,6	137,2	55,9	12,6	38,5	23,1	31,1	
III	448,0	7,3	13,7	42,4	57,8	33,9	21,2	8,4	39,0	133,2	53,5	12,1	39,3	23,2	28,5	
IV	439,4	7,2	12,9	41,7	57,6	36,8	20,0	8,6	35,9	130,6	51,0	11,2	39,5	22,5	26,1	
2013 I	436,6	7,4	13,2	41,8	58,0	38,7	20,2	8,8	35,5	127,2	51,7	10,7	38,5	21,2	26,0	
II	431,3	.	.	.	.	33,9	20,4	8,7	37,3	126,2	50,6	10,6	36,3	20,2	.
2013 Ene	148,1	2,5	4,3	14,2	19,5	13,2	7,0	2,9	11,9	44,2	17,6	3,7	13,4	7,2	7,6	
Feb	145,0	2,4	4,3	13,7	18,9	12,8	6,3	2,9	11,7	41,2	16,5	3,5	12,9	6,9	11,0	
Mar	143,4	2,5	4,6	13,9	19,6	12,7	6,8	2,9	11,9	41,8	17,5	3,5	12,2	7,1	7,4	
Abr	144,6	2,3	4,4	13,1	18,9	12,1	6,3	2,9	12,3	42,2	16,4	3,5	12,6	6,6	10,9	
May	141,6	2,4	4,5	14,1	19,1	11,4	7,1	2,9	12,6	43,0	17,7	3,7	11,7	6,8	5,9	
Jun	145,2	.	.	.	.	10,3	7,1	2,9	12,4	41,0	16,4	3,4	12,0	6,8	.
Porcentaje del total de importaciones																
2012	100,0	1,6	3,0	9,4	12,8	8,0	4,5	1,9	8,4	30,1	11,9	2,7	8,8	5,2	6,4	
Saldo																
2011	-16,4	3,0	7,2	46,6	14,7	-58,9	27,6	21,7	59,8	-147,9	-102,9	-13,2	-16,9	-6,5	33,2	
2012	79,6	5,0	6,2	62,4	15,2	-53,1	35,5	25,5	73,7	-99,4	-92,9	-3,8	-30,8	4,6	34,8	
2012 I	8,9	1,2	1,8	13,8	3,9	-15,5	9,3	6,2	18,0	-29,4	-21,9	-2,0	-8,6	-0,3	8,5	
II	18,0	1,3	1,7	15,8	4,2	-12,1	9,4	6,2	18,4	-28,2	-25,5	-1,2	-7,1	1,3	6,8	
III	25,9	1,2	1,2	16,0	3,8	-11,2	8,0	6,6	19,3	-22,6	-23,7	-0,5	-8,1	1,3	10,6	
IV	26,8	1,4	1,5	16,7	3,3	-14,4	8,8	6,6	18,1	-19,2	-21,9	0,0	-7,1	2,3	8,9	
2013 I	39,1	1,2	1,3	16,7	3,8	-15,5	8,0	6,9	20,1	-16,2	-22,1	0,3	-4,3	3,8	13,2	
II	43,7	.	.	.	.	-11,2	6,9	17,6	-16,2	-20,7	0,1	-3,1	4,5	.	.
2013 Ene	8,9	0,5	0,8	5,3	1,4	-5,2	2,8	2,5	6,3	-7,2	-7,5	0,1	-1,9	1,0	2,8	
Feb	12,2	0,4	0,4	5,2	1,5	-5,2	2,5	2,2	6,0	-5,8	-7,2	0,0	-1,4	1,0	5,5	
Mar	18,0	0,3	0,1	6,2	0,9	-5,1	2,7	2,3	7,8	-3,1	-7,4	0,3	-1,0	1,8	4,9	
Abr	15,0	0,5	0,4	5,9	1,1	-4,6	2,9	2,2	6,1	-5,6	-6,4	0,0	-1,6	1,5	6,0	
May	13,8	0,4	0,5	6,0	1,4	-3,7	2,2	2,4	6,2	-5,7	-7,7	0,0	-0,6	1,7	3,0	
Jun	14,9	.	.	.	.	-3,0	1,8	2,3	5,3	-5,0	-6,6	0,2	-0,9	1,3	.

Fuente: Eurostat.

1) Excluida Croacia.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-21						TCE-40	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM ²⁾	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	103,6	101,5	98,2	96,7	109,5	98,1	111,5	98,1
2011	103,4	100,6	97,6	95,0	108,2	96,1	112,2	97,6
2012	97,9	95,5	93,4	89,7	103,7	90,9	107,1	92,8
2012 II	98,2	95,8	93,5	90,2	104,2	91,3	107,5	93,2
III	95,9	93,7	91,9	87,9	101,5	89,0	105,0	91,2
IV	97,9	95,5	93,8	89,5	103,8	90,6	107,4	92,9
2013 I	100,8	98,2	96,2	92,1	106,7	93,5	110,2	94,9
II	100,9	98,2	96,0	-	-	-	110,6	95,0
2012 Ago	95,3	93,1	91,3	-	-	-	104,5	90,6
Sep	97,2	94,9	93,2	-	-	-	106,6	92,5
Oct	97,8	95,4	93,7	-	-	-	107,3	92,8
Nov	97,3	94,8	93,1	-	-	-	106,7	92,3
Dic	98,7	96,2	94,5	-	-	-	108,3	93,5
2013 Ene	100,4	97,9	96,0	-	-	-	109,9	94,8
Feb	101,7	99,0	97,1	-	-	-	111,2	95,7
Mar	100,2	97,8	95,6	-	-	-	109,5	94,4
Abr	100,5	97,8	95,8	-	-	-	109,8	94,3
May	100,6	98,0	95,7	-	-	-	110,0	94,6
Jun	101,6	98,9	96,6	-	-	-	112,0	96,1
Jul	101,5	98,9	96,5	-	-	-	112,0	96,1
Ago	102,2	99,5	97,1	-	-	-	113,4	97,3
Tasa de variación respecto al mes anterior								
2013 Ago	0,7	0,6	0,6	-	-	-	1,3	1,2
Tasa de variación respecto al año anterior								
2013 Ago	7,3	6,9	6,3	-	-	-	8,6	7,3

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-20.

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Kuna croata	Lats letón	Litas lituana	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	1,9558	25,284	7,4473	7,2891	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	0,6973	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2012 IV	1,9558	25,167	7,4590	7,5290	0,6963	3,4528	283,25	4,1123	4,5288	8,6230	0,80740	2,3272
2013 I	1,9558	25,565	7,4589	7,5838	0,6996	3,4528	296,50	4,1558	4,3865	8,4965	0,85111	2,3577
II	1,9558	25,831	7,4555	7,5566	0,7009	3,4528	295,53	4,1982	4,3958	8,5652	0,85056	2,4037
2013 Feb	1,9558	25,475	7,4598	7,5868	0,6999	3,4528	292,73	4,1700	4,3839	8,5083	0,86250	2,3738
Mar	1,9558	25,659	7,4553	7,5909	0,7013	3,4528	303,01	4,1565	4,3923	8,3470	0,85996	2,3453
Abr	1,9558	25,841	7,4553	7,6076	0,7006	3,4528	298,67	4,1359	4,3780	8,4449	0,85076	2,3406
May	1,9558	25,888	7,4536	7,5684	0,7002	3,4528	292,38	4,1799	4,3360	8,5725	0,84914	2,3739
Jun	1,9558	25,759	7,4576	7,4901	0,7019	3,4528	295,70	4,2839	4,4803	8,6836	0,85191	2,5028
Jul	1,9558	25,944	7,4579	7,5061	0,7024	3,4528	294,90	4,2745	4,4244	8,6609	0,86192	2,5274
Ago	1,9558	25,818	7,4580	7,5372	0,7027	3,4528	299,46	4,2299	4,4371	8,7034	0,85904	2,6125
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2013 Ago	0,0	-0,5	0,0	0,4	0,0	0,0	1,5	-1,0	0,3	0,5	-0,3	3,4
Tasa de variación respecto al año anterior												
2013 Ago	0,0	3,2	0,2	0,7	0,9	0,0	7,4	3,3	-1,8	5,1	8,9	17,2
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india ¹⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
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	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672		
2012 IV	1,2484	2,6671	1,2850	8,1036	10,0506	70,2047	12,473,53	4,9853	105,12	3,9632		
2013 I	1,2714	2,6368	1,3313	8,2209	10,2428	71,5390	12,789,08	4,8969	121,80	4,0699		
II	1,3203	2,6994	1,3368	8,0376	10,1383	73,0046	12,784,60	4,7407	129,07	4,0088		
2013 Feb	1,2951	2,6354	1,3477	8,3282	10,3608	71,9342	12,933,75	4,9359	124,40	4,1403		
Mar	1,2537	2,5694	1,3285	8,0599	10,0588	70,5579	12,590,61	4,7769	122,99	4,0309		
Abr	1,2539	2,6060	1,3268	8,0564	10,1110	70,7738	12,664,51	4,7164	127,54	3,9686		
May	1,3133	2,6414	1,3257	7,9715	10,0766	71,4760	12,673,13	4,7223	131,13	3,9200		
Jun	1,3978	2,8613	1,3596	8,0905	10,2349	77,0284	13,033,31	4,7865	128,40	4,1488		
Jul	1,4279	2,9438	1,3619	8,0234	10,1455	78,1762	13,189,17	4,7153	130,39	4,1746		
Ago	1,4742	3,1170	1,3853	8,1477	10,3223	83,9480	14,168,72	4,7610	130,34	4,3631		
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2013 Ago	3,2	5,9	1,7	1,5	1,7	7,4	7,4	1,0	0,0	4,5		
Tasa de variación respecto al año anterior												
2013 Ago	24,5	23,8	12,5	3,3	7,3	21,9	20,3	-4,4	33,6	12,9		
	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	
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	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848	
2012 IV	16,7805	1,5751	7,3664	53,387	40,3064	1,5855	11,2766	1,414,42	1,2080	39,778	1,2967	
2013 I	16,7042	1,5823	7,4290	53,769	40,1518	1,6345	11,8264	1,433,09	1,2284	39,361	1,3206	
II	16,2956	1,5920	7,6114	54,620	41,3464	1,6311	12,3996	1,467,08	1,2315	39,031	1,3062	
2013 Feb	16,9872	1,5929	7,4232	54,355	40,3342	1,6546	11,8796	1,452,82	1,2298	39,839	1,3359	
Mar	16,2322	1,5657	7,4863	52,813	39,9332	1,6164	11,9169	1,430,31	1,2266	38,264	1,2964	
Abr	15,8895	1,5348	7,5444	53,649	40,7995	1,6120	11,8592	1,460,89	1,2199	37,857	1,3026	
May	15,9776	1,5774	7,5589	53,693	40,6842	1,6219	12,1798	1,444,56	1,2418	38,667	1,2982	
Jun	17,0716	1,6682	7,7394	56,658	42,6490	1,6613	13,2088	1,498,33	1,2322	40,664	1,3189	
Jul	16,6893	1,6590	7,8837	56,698	42,8590	1,6595	12,9674	1,473,35	1,2366	40,714	1,3080	
Ago	17,1996	1,6829	7,9386	58,471	43,9748	1,6941	13,4190	1,485,93	1,2338	42,072	1,3310	
Tasa de variación respecto al mes anterior												
2013 Ago	3,1	1,4	0,7	3,1	2,6	2,1	3,5	0,9	-0,2	3,3	1,8	
Tasa de variación respecto al año anterior												
2013 Ago	5,1	10,0	8,4	12,1	11,0	9,4	30,8	5,8	2,7	7,9	7,3	

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	Croacia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2011	3,4	2,1	2,7	2,2	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	2,3	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013 I	2,1	1,7	0,9	4,2	0,4	2,2	2,7	1,3	4,8	0,6	2,8
II	1,1	1,5	0,5	2,3	-0,1	1,4	1,9	0,5	4,4	0,3	2,7
2013 May	1,0	1,2	0,6	1,8	-0,2	1,5	1,8	0,5	4,4	0,3	2,7
Jun	1,2	1,6	0,6	2,2	0,2	1,3	2,0	0,2	4,5	0,5	2,9
Jul	0,0	1,4	0,4	2,7	0,5	0,6	1,7	0,9	3,4	0,8	2,8
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2010	-3,1	-4,8	-2,5	.	-8,1	-7,2	-4,3	-7,9	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,0	-3,3	-1,8	.	-3,6	-5,5	4,3	-5,0	-5,6	0,2	-7,8
2012	-0,8	-4,4	-4,0	.	-1,2	-3,2	-1,9	-3,9	-2,9	-0,5	-6,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2010	16,2	37,8	42,7	.	44,4	37,9	81,8	54,8	30,5	39,4	79,4
2011	16,3	40,8	46,4	.	41,9	38,5	81,4	56,2	34,7	38,4	85,5
2012	18,5	45,8	45,8	.	40,7	40,7	79,2	55,6	37,8	38,2	90,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2013 Feb	3,25	2,01	1,73	4,28	3,22	4,06	6,29	3,99	5,72	2,00	1,92
Mar	3,54	1,98	1,59	4,32	3,17	4,15	6,38	3,93	5,86	1,92	1,65
Abr	3,47	1,82	1,42	4,34	3,15	3,95	5,65	3,50	5,46	1,66	1,46
May	3,36	1,67	1,45	4,38	3,10	3,54	5,08	3,28	5,23	1,79	1,62
Jun	3,40	2,14	1,72	4,63	3,17	3,54	6,02	3,95	5,43	2,05	1,96
Jul	3,46	2,23	1,77	4,91	3,25	3,54	5,78	3,97	5,26	2,16	2,09
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2013 Feb	1,23	0,50	0,33	1,31	0,49	0,47	-	3,80	5,60	1,19	0,51
Mar	1,23	0,49	0,27	1,17	0,47	0,47	-	3,48	5,10	1,25	0,51
Abr	1,22	0,47	0,26	1,03	0,44	0,62	4,57	3,29	4,31	1,24	0,51
May	1,21	0,46	0,24	1,14	0,41	0,74	4,71	2,86	3,83	1,20	0,51
Jun	1,20	0,46	0,26	1,71	0,39	0,73	4,48	2,69	4,20	1,22	0,51
Jul	1,18	0,46	0,27	2,22	0,33	0,55	4,36	2,70	-	1,20	0,51
PIB real											
2011	1,8	1,8	1,1	0,0	5,5	5,9	1,6	4,5	2,3	3,7	1,1
2012	0,8	-1,2	-0,4	-2,0	5,6	3,7	-1,7	1,9	0,4	0,7	0,2
2012 IV	0,6	-1,6	-0,4	-2,0	5,8	3,1	-2,5	0,8	0,8	1,5	0,0
2013 I	0,4	-2,4	-0,8	-1,2	6,0	4,2	-0,5	0,7	2,3	1,6	0,3
II	0,2	-1,3	0,5	-	-	4,2	0,1	1,1	1,4	0,6	1,5
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB											
2011	1,4	-2,3	5,9	-0,8	0,0	-1,3	3,1	-2,9	-4,0	6,9	-1,1
2012	0,0	-1,1	5,6	0,1	1,3	1,7	4,4	-1,3	-2,6	6,8	-3,5
2012 IV	-1,7	0,8	5,9	-6,1	3,5	4,9	5,3	-0,8	-0,9	6,6	-3,0
2013 I	-4,3	1,6	2,2	-14,3	1,1	-2,8	5,1	-1,4	2,2	7,7	-3,8
II	6,8	-0,5	7,3	-	-	6,6	6,4	5,0	2,9	4,8	-
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB											
2011	94,1	59,6	183,2	102,9	145,0	77,8	147,7	71,7	77,2	195,3	419,6
2012	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2012 III	96,5	60,1	187,2	103,6	139,2	78,8	128,8	70,8	78,0	202,6	388,4
IV	94,8	60,5	182,9	101,6	136,2	75,4	128,0	70,9	74,6	189,8	384,3
2013 I	93,4	62,2	185,3	101,9	138,6	73,7	131,8	72,6	75,0	194,2	392,5
Costes laborales unitarios											
2011	2,5	0,5	-0,1	0,7	2,1	-0,1	1,8	1,1	0,7	-0,6	1,4
2012	-0,5	3,2	1,6	1,2	2,8	2,0	4,8	0,9	6,8	3,2	2,9
2012 IV	0,3	3,3	1,4	1,2	1,0	0,4	4,2	-0,1	7,1	3,9	1,8
2013 I	12,9	1,1	1,7	3,5	0,6	-0,6	2,1	2,8	1,3	2,1	-0,4
II	-	1,1	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2011	11,3	6,7	7,6	13,5	16,4	15,3	11,0	9,6	7,4	7,8	8,0
2012	12,3	7,0	7,5	15,9	14,9	13,3	10,9	10,1	7,0	8,0	7,9
2013 I	12,9	7,2	7,1	16,7	12,6	12,5	10,9	10,6	7,1	8,1	7,8
II	12,8	7,0	6,8	16,5	11,5	12,0	10,4	10,5	7,4	8,0	-
2013 May	12,7	7,1	6,8	16,4	11,5	11,9	10,4	10,6	7,3	7,9	7,7
Jun	12,7	6,8	6,7	16,7	-	12,1	-	10,4	7,5	7,9	-
Jul	12,7	6,8	6,7	16,7	-	-	-	-	7,5	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⁾	Tipo de los depósitos interbancarios a 3 meses ⁴⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ⁴⁾ fin de periodo	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁵⁾	Déficit (-)/superávit (+) de las Administraciones Públicas en % del PIB	Deuda de las Administraciones Públicas en % del PIB ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2009	-0,4	-2,0	-2,8	-13,6	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,9	73,3
2010	1,6	-1,2	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-11,4	82,1
2011	3,2	2,0	1,8	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,2	86,0
2012	2,1	1,1	2,8	4,2	8,1	8,5	0,43	1,88	1,2848	-8,7	90,0
2012 II	1,9	0,8	2,8	5,2	8,2	9,6	0,47	1,83	1,2814	-8,8	88,2
III	1,7	-0,4	3,1	3,9	8,0	7,0	0,43	1,77	1,2502	-8,6	88,7
IV	1,9	4,3	2,0	3,3	7,8	7,5	0,32	1,88	1,2967	-8,5	90,0
2013 I	1,7	1,5	1,3	2,5	7,7	7,1	0,29	2,09	1,3206	.	.
II	1,4	1,7	1,6	1,9	7,6	6,9	0,28	2,82	1,3062	.	.
2013 Abr	1,1	-	-	1,7	7,5	7,1	0,28	1,92	1,3026	-	-
May	1,4	-	-	2,1	7,6	6,9	0,27	2,40	1,2982	-	-
Jun	1,8	-	-	1,9	7,6	6,8	0,27	2,82	1,3189	-	-
Jul	2,0	-	-	1,5	7,4	7,0	0,27	2,91	1,3080	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	0,26	3,11	1,3310	-	-
Japón											
2009	-1,3	0,3	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,1
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	188,3
2011	-0,3	0,8	-0,6	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,9	204,4
2012	0,0	-2,3	2,0	0,6	4,4	2,5	0,19	0,84	102,49	.	.
2012 II	0,1	-4,2	3,9	6,8	4,4	2,4	0,20	0,84	102,59	.	.
III	-0,4	-0,8	0,4	-3,9	4,3	2,4	0,19	0,78	98,30	.	.
IV	-0,2	-1,1	0,3	-6,0	4,2	2,3	0,19	0,84	105,12	.	.
2013 I	-0,6	-0,5	0,1	-7,8	4,2	2,9	0,16	0,70	121,80	.	.
II	-0,3	.	0,9	-3,1	4,0	3,5	0,16	1,02	129,07	.	.
2013 Abr	-0,7	-	-	-3,4	4,1	3,2	0,16	0,76	127,54	-	-
May	-0,3	-	-	-1,1	4,1	3,5	0,16	1,05	131,13	-	-
Jun	0,2	-	-	-4,7	3,9	3,8	0,15	1,02	128,40	-	-
Jul	0,7	-	-	1,6	.	3,7	0,16	1,01	130,39	-	-
Ago	.	-	-	.	.	.	0,15	0,93	130,34	-	-

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) Datos desestacionalizados. Los correspondientes a Estados Unidos se refieren al sector privado no agrícola.

2) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón incluyen estimaciones para las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto. La recogida de datos se restableció en 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 el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

5) Para más información, véase la sección 8.2.

6) La deuda de las Administraciones Públicas se compone de depósitos, valores distintos de acciones y préstamos vivos y a su valor nominal, y está consolidada dentro del sector de 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	\$12
G2	Contrapartidas	\$12
G3	Componentes de los agregados monetarios	\$13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	\$13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	\$14
G6	Préstamos a hogares	\$14
G7	Préstamos a las AAPP	\$16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	\$16
G9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	\$17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	\$17
G11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	\$18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	\$18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	\$19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	\$20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	\$35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	\$37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	\$38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	\$39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	\$40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	\$41
G21	Nuevos depósitos a plazo	\$43
G22	Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	\$43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	\$44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	\$44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	\$45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	\$45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	\$46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	\$55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	\$55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variación de la deuda	\$60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	\$60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	\$61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	\$61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	\$62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	\$62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	\$65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	\$65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	\$70
G39	Tipos de cambio efectivos	\$73
G40	Tipos de cambio bilaterales	\$73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	\$76
G42	Índices de precios de consumo	\$76



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:

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

SECCIÓN 1.3

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

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) indexada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OFPML. Según esta definición, si una OFPML 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:

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

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:

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

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2010. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», del sitio web del BCE (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 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.

1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE (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 2010, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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 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 la 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 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) neto 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 nacionales. 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 nacionales en el mes t queda definido como:

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

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:

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

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

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 nacionales 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.

DEESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIÓNES 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 nacionales. 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:

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

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

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

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 S81). 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. La energía se añade sin ajustar, dado que no existe evidencia 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 los 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.



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 el sitio web del BCE (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 4 de septiembre de 2013.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos se refieren al grupo de 17 países que son miembros de la zona del euro (Euro-17) 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 en sus distintas etapas.

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. Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17. Desde octubre de 2012 las estadísticas de la zona del euro también incluyen el Mecanismo Europeo de Estabilidad, una organización internacional residente en la zona del euro con fines estadísticos.

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 hacen referencia las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde el 1 de 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 las estadísticas basadas en el balance del sector de IFM («estadísticas monetarias»), las tasas de variación se calculan a partir de índices encadenados, y la nueva composición se introduce utilizando el factor de enlace en la fecha de ampliación. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año determinado, los factores que se tienen en cuenta para elaborar los índices encadenados se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año anterior, ese mes incluido y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Para más información sobre las estadísticas monetarias, consultese el «Manual on MFI balance sheet statistics», disponible en la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

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 datos más recientes 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, Croacia, 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 evaluación

¹ Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en el sitio web del BCE (<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>).

mensual de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Las observaciones 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 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 el sitio web del BCE 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 (es decir, el sistema bancario) residentes en la zona del euro 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 el sitio web del BCE 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

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

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 documento «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización residentes en la zona del euro. 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.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y 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 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 a 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 sucintamente, 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

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

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

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 activos financieros y de 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 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 en sus distintas etapas), salvo las de emisiones de valores (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-17 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 concedidos a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos. 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 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 inferior 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 nacionales, 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 básicamente 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 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 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 a cada categoría se calculan como una 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 las medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (euríbor). 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 datos desestacionalizados del IAPC, elaborados por el BCE, así como índices experimentales de precios administrados, basados en el IAPC.

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) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, en la elaboración de las estadísticas coyunturales se ha aplicado la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) nº 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) nº 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, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Papers, n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por 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 deflactores 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) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010¹² que implantó la NACE Revisión 2, la Nomenclatura estadística de actividades económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva nomenclatura se inició en diciembre de 2011.

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), incluido el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que siguen las directrices 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.

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.

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 han sido elaborados por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos anuales agregados relativos al déficit y a la deuda de la zona del euro pueden diferir de los publicados por la Comisión Europea. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos elaborados 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) nº 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 a su 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) nº 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) nº 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) nº 501/2004 y el Reglamento (CE) nº 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTES AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹⁵, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de información 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 Estadística

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.

cas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfbc.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 el sitio web del BCE 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 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 y organismos internacionales (que, salvo el BCE y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) así como de los centros financieros extraterritoriales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

17 DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

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 las inversiones directas, en las 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 las inversiones directas por residentes en el extranjero y a las inversiones directas 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 para 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 el sitio web del BCE 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 no 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 11). En la sección «Statistics» del sitio web del BCE 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, las Administraciones Públicas 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 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, 2004-2006 y 2007-2009, 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 cinco conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del índice de tipos de cambio efectivo (TCE) resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 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-20 excluye Croacia. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, 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 (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los deflactores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el TCE-20.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper del BCE n.º 134 («Revisiting the effective exchange rates of the euro», de Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro y Cristina Pinheiro, junio de 2012), que puede descargarse del sitio web del BCE.

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



13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se 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.

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.

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 Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro.

4 DE OCTUBRE Y 8 DE NOVIEMBRE 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 DICIEMBRE 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, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 9 de julio de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO Y 4 DE ABRIL DE 2013

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.

2 DE MAYO DE 2013

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de mayo de 2013. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,00 % con efectos desde el 8 de mayo de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,00 %. También acuerda los detalles relativos a las modalidades y a los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 8 de julio de 2014; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

6 DE JUNIO, 4 DE JULIO, 1 DE AGOSTO Y 5 DE SEPTIEMBRE DE 2013

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 0,50 %, 1,00 % y 0,00 %, respectivamente.

EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



TARGET2¹ desempeña un papel fundamental en la promoción de la integración del mercado monetario de la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye, además, a la integración de los mercados financieros de la zona. Un gran número de participantes pueden acceder a TARGET2. La mayor parte de las entidades de crédito lo utilizan para realizar pagos por cuenta propia o de otros participantes (indirectos). Casi 1.000 bancos europeos usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia o de sus clientes. Si se tienen en cuenta las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a casi 60.000 entidades de crédito de todo el mundo (y, por tanto, a todos sus clientes).

TARGET2 se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o el EURO1), y para la liquidación de operaciones en el mercado monetario, así como de operaciones en divisas y con valores. También se utiliza para los pequeños pagos de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía a las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para efectuar otros pagos.

FLUJO DE PAGOS EN TARGET2

En el segundo trimestre de 2013, TARGET2 procesó 23.600.140 operaciones por un importe total de 125.266 mm de euros, lo que representa una media diaria de 374.605 pagos por un importe de 1.988 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante este trimestre fue el 2 de abril, fecha en la que se procesaron 596.940 pagos, un récord histórico. Con una cuota de mercado del 59 % en lo que respecta al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante en el mercado de grandes pagos en euros. La magnitud de la cuota de mercado de TARGET2 confirma que las entidades de crédito tienen gran interés en realizar la liquidación en dinero de banco central, especialmente en épocas de turbulencias en los mercados. Los pagos interbancarios representaron el 35 % de los pagos totales en lo que se refiere al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario procesado en el sistema fue de 13,6 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,8 millones de euros. El 68 % de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 12 % fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por importe superior a mil millones de euros se situó en 231 operaciones. Todas estas cifras son similares a las registradas en el trimestre anterior.

PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET2, es decir, el porcentaje medio de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día, para el segundo trimestre de 2013. Por lo que se refiere al porcentaje de operaciones, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 71 % de las operaciones ya procesado a las 13.00 h, hora central europea, y con el 99,7 % liquidado una hora antes del cierre de TARGET2. En cuanto a los importes, la curva se aproxima mucho a la distribución lineal hasta la mitad de la jornada, con alrededor del 60 % ya procesado a las 13 h, hora central europea. Posteriormente, la curva se mueve ligeramente por debajo de la distribución lineal, lo que indica que los pagos de mayor importe se liquidan en torno a la hora de cierre de TARGET2.

1 TARGET2 es la segunda generación de TARGET y entró en funcionamiento en 2007.

Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones

(número de pagos)	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II
TARGET2					
Total	22.565.695	22.301.632	23.167.441	22.321.754	23.600.140
Media diaria	363.963	343.102	361.991	360.028	374.605
EURO1 (EBA Clearing)					
Total	16.900.076	16.269.790	16.667.334	15.800.866	16.614.190
Media diaria	272.582	250.304	260.427	254.853	263.717

Nota: En enero de 2013, para mejorar la calidad de los datos de TARGET2, se implantó una nueva metodología para la obtención de datos. El cambio dio lugar a una disminución en los indicadores basados en el importe. Ello ha de tenerse en cuenta al comparar los datos anteriores y posteriores a la fecha de implantación.

Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: importe de las operaciones

(mm de euros)	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II
TARGET2					
Total	170.300	146.625	139.527	122.916	125.266
Media diaria	2.747	2.256	2.180	1.983	1.988
EURO1 (EBA Clearing)					
Total	16.099	15.289	12.988	12.794	12.514
Media diaria	248	247	203	206	199

Nota: Véase nota del cuadro 1.

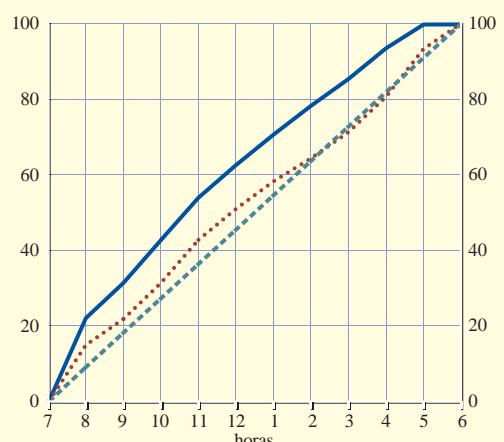
DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el segundo trimestre de 2013, TARGET2 logró una disponibilidad del 100 %. Las incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET2 son las que impiden completamente que se procesen pagos durante diez minutos o más entre las 7.00 h y las 18.45 h. Como todos los pagos se liquidaron en menos de cinco minutos, se cumplieron plenamente las expectativas.

Perfil intradía

(porcentajes)

- Operaciones (II 2013)
- Importes (II 2013)
- - - Distribución lineal



Fuente: BCE.

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 Pùblicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece vivo a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Pùblicas 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 Pùblicas, 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 quasi 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 indicado 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.