



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
OCTUBRE**

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL OCTUBRE 2011

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

© Banco Central Europeo, 2011

© De la traducción: Banco de España,
Madrid 2011

Dirección

Kaiserstrasse 29
60311 Fráncfort del Meno,
Alemania

Apartado de Correos

Postfach 16 03 19
60066 Fráncfort del Meno,
Alemania

Teléfono

+49 69 13440

Internet

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

Fax

+49 69 13446000

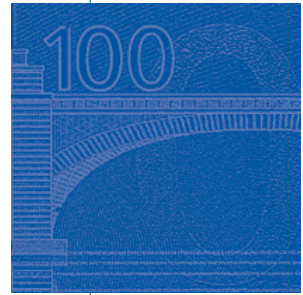
Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 5 de octubre de 2011.

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

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



ÍNDICE

EDITORIAL **5**

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	21
Precios y costes	51
Producto, demanda y mercado de trabajo	61

Recuadros

1	Financiarización de las materias primas y rendimientos de mercado cruzados	13
2	Evolución reciente del tipo de cambio del franco suizo frente al euro	19
3	Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2011	25
4	Saldos en TARGET2 de los bancos centrales nacionales de la zona del euro	37
5	Participación del sector privado y sus implicaciones para la estabilidad financiera	45
6	Implicaciones de las presiones inflacionistas externas para la inflación de la zona del euro medida por el IAPC	52

ARTÍCULOS

La oferta monetaria: comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario	67
Características estructurales de los sectores de la distribución y su impacto en la evolución de los precios de la zona del euro	87
La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de los flujos de fondos	107

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO **SI**

ANEXOS

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

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de octubre de 2011, 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 inflación ha seguido siendo elevada y la información disponible ha confirmado que es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, pero que descienda posteriormente. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros y los efectos desfavorables de las condiciones de financiación debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro durante el segundo semestre de este año. Las perspectivas económicas siguen sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre y los riesgos a la baja se han intensificado. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos. Para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura.

El Consejo de Gobierno decidió asimismo los detalles de las operaciones de financiación que realizará desde octubre de 2011 hasta el 10 de julio de 2012; en particular, realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo —una con un vencimiento aproximado de doce meses, que se ejecutará en octubre de 2011, y otra con un vencimiento aproximado de trece meses, que se llevará a cabo en diciembre de 2011— y seguir aplicando el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decidió iniciar un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados en noviembre de 2011¹. La

provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación seguirán garantizando que las entidades de crédito de la zona del euro no tengan restricciones de liquidez. Todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, por su propio diseño, de naturaleza temporal.

Por lo que se refiere al análisis económico, se espera ahora que el crecimiento del PIB real de la zona del euro, tras la desaceleración experimentada en el segundo trimestre de 2011 hasta el 0,2% intertrimestral, sea muy moderado en el segundo semestre de este año. En particular, diversos factores parecen estar debilitando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro; entre ellos, una moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial, el descenso de la confianza empresarial y de los consumidores, y los efectos desfavorables para las condiciones de financiación derivados de las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se beneficie de la continuación del crecimiento positivo de las economías emergentes, de los bajos niveles de los tipos de interés a corto plazo y de las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, siguen predominando los riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro, en un contexto de incertidumbre particularmente elevada. Estos riesgos están relacionados sobre todo con las tensiones existentes en algunos segmentos de los mercados financieros de la zona del euro y a nivel mundial, así como con la posibilidad de una mayor transmisión de estas presiones a la economía real de la zona del euro. Hay también riesgos a la baja asociados con los precios todavía altos de la energía,

1 Para más información, véanse las notas de prensa del 6 de octubre «El BCE anuncia los detalles de las operaciones de financiación que se ejecutarán desde octubre de 2011 hasta el 10 de julio de 2012» y «El BCE anuncia un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*)».

con las presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en septiembre de 2011 en el 3%, frente al 2,5% registrado en agosto. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales del año pasado, impulsadas, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas. En los próximos meses, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2%, pero que desciendan posteriormente. Esta trayectoria refleja la expectativa de un crecimiento salarial relativamente estable, en el contexto de un crecimiento moderado de la economía.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en conjunto, equilibrados. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con la posibilidad de incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y en el resto del mundo.

En lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 fue del 2,8% en agosto de 2011, frente al 2,1% registrado en julio. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos, se situó en el 2,8% en agosto, frente al 2,6% de julio. Diversos factores, posiblemente relacionados con la intensificación de las tensiones en algunos mercados financieros, podrían haber tenido un efecto alcista sobre los componentes de M3. En particular, un importante aumento de los flujos de entrada en depósitos a la vista y participaciones en fondos del mercado monetario, además de un fuerte flujo de entrada en cesiones temporales, parecen haber impulsado la evolución monetaria en agosto. El flujo de entra-

da en las cesiones temporales se debió principalmente al crédito garantizado en el mercado interbancario, que se ha liquidado en mayor medida a través de entidades de contrapartida central asignadas al sector tenedor de dinero. En conjunto, el crecimiento de M3 estuvo determinado en particular por el incremento de la tasa de crecimiento interanual de M1, desde el 1% registrado en julio hasta el 1,7% observado en agosto, y por el incremento de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, el crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares en agosto, ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos, se mantuvo sin variación respecto a julio en el 2,2% y el 2,7%, respectivamente. Desde la perspectiva adecuada de medio plazo, las tendencias del crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos se han estabilizado en gran medida durante los últimos meses. En conjunto, el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado.

La situación del sector bancario requiere una especial atención, teniendo en cuenta la relación entre el riesgo soberano y las necesidades de financiación de las entidades de crédito. Al igual que en ocasiones anteriores, el Consejo de Gobierno apremia a las entidades de crédito a hacer todo lo que sea necesario para reforzar sus balances, no distribuir beneficios, asegurar la moderación de las remuneraciones y recurrir al mercado para reforzar en mayor medida sus bases de capital. Cuando resulte necesario, deberían aprovechar plenamente las medidas gubernamentales de apoyo, que deberían hacerse plenamente operativas, incluyendo en el futuro la posibilidad de que la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF) conceda préstamos a los Gobiernos para la recapitalización de las entidades de crédito.

En síntesis, 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 inflación ha seguido siendo elevada y la información disponible ha confirmado

que es probable que se mantenga por encima del 2% durante los próximos meses, pero que descienda posteriormente. Al realizar el contraste con la información procedente del análisis monetario se confirma que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. Es probable que las tensiones actuales en los mercados financieros y los efectos desfavorables de las condiciones de financiación debiliten el ritmo de crecimiento económico en la zona del euro durante el segundo semestre de este año. Las perspectivas económicas siguen sujetas a un grado particularmente elevado de incertidumbre y los riesgos a la baja se han intensificado. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo siguen siendo bajos. Para la política monetaria sigue siendo esencial mantener la estabilidad de precios a medio plazo, asegurando así un firme anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Dicho anclaje constituye un requisito indispensable para que la política monetaria contribuya al crecimiento económico y a la creación de empleo en la zona del euro. Durante los próximos meses, es necesario llevar a cabo un análisis muy detenido de todos los nuevos datos y factores de la coyuntura.

En cuanto a las políticas fiscales, ante la gran incertidumbre que persiste en los mercados financieros, todos los Gobiernos deben actuar de manera decisiva y con efectividad inmediata para reforzar la confianza de los ciudadanos en la sostenibilidad de las finanzas públicas. Todos los Gobiernos de la zona del euro deben demostrar su determinación inflexible de cumplir plenamente sus respectivos compromisos en relación con su deuda soberana, que es un elemento decisivo para garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. Los países sujetos a programas de ajuste conjuntos de la UE y el FMI, así como los países especialmente vulnerables a las condiciones de los mercados financieros, deben aplicar de manera inequívoca todas las medidas anunciadas de saneamiento presupuestario y de reforzamiento de los marcos de política fiscal nacionales, y deben asimismo estar en disposición de adoptar cualesquiera otras medidas que la evolución de su situación haga necesarias.

El saneamiento presupuestario y las reformas estructurales deben acometerse conjuntamente para reforzar la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno apremia a todos los Gobiernos de la zona del euro a aplicar con decisión y rapidez reformas estructurales sustanciales y amplias. Estas reformas contribuirán a incrementar la competitividad y a reforzar la flexibilidad y el potencial de crecimiento a más largo plazo de las economías de estos países. En este sentido, son imprescindibles las reformas del mercado de trabajo, centradas en eliminar sus rigideces, y la aplicación de medidas que aumenten la flexibilidad salarial, como son, en particular, la supresión de las cláusulas de indicación automática de los salarios y la potenciación de los convenios a nivel de empresa. En general, en estos tiempos difíciles es esencial la moderación tanto de los márgenes de beneficio como de los salarios. Estas medidas deberían venir acompañadas de reformas estructurales dirigidas a incrementar la competencia en los mercados de productos, particularmente en los servicios —incluyendo la liberalización de las profesiones de acceso restringido— y, en los casos en que resulte apropiado, la privatización de los servicios suministrados actualmente por el sector público, facilitando con ello el crecimiento de la productividad y apoyando la competitividad. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno apremia a todos los Gobiernos de la zona del euro a aplicar plenamente las decisiones que adoptaron el 21 de julio de 2011.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primer artículo se examina cómo la información que se obtiene del análisis de la evolución del dinero y del crédito puede contribuir a identificar el impacto en la economía del comportamiento y la actividad intermediadora de las entidades de crédito. El segundo artículo examina las características estructurales de los sectores de la distribución y su impacto en la evolución de los precios de la zona del euro, y sugiere que existe un amplio margen para seguir adelante con las reformas estructurales a fin de mejorar el funcionamiento del Mercado Único. En el tercer artículo se analiza la evolución de la crisis financiera desde la óptica de los flujos de fondos.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios. No obstante, la progresiva desaparición de estos factores en el segundo semestre del año debería dar cierto impulso al crecimiento económico, aunque la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales, así como las persistentes dificultades estructurales, están frenando el ritmo de la recuperación, especialmente en las economías avanzadas. Por el contrario, en los mercados emergentes la moderación del crecimiento ha sido más contenida y podría contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de esos países. En general, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas en las economías emergentes que en las avanzadas.

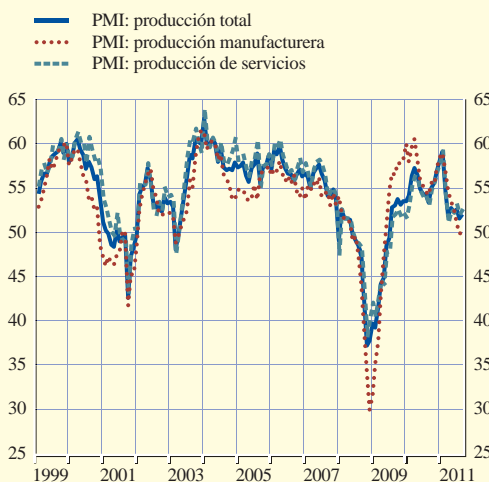
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento económico mundial ha experimentado una desaceleración en los últimos meses, debido, en parte, a algunos factores transitorios, como el impacto de los desastres naturales de Japón sobre las cadenas de producción mundiales, así como el efecto moderador de los elevados precios de las materias primas sobre las rentas disponibles. Si bien la corrección de las distorsiones que afectaron a las cadenas de producción mundiales ha dado cierto impulso al crecimiento económico en el segundo semestre del año, la reaparición de las tensiones en los mercados financieros mundiales —reflejada en el aumento de la volatilidad en dichos mercados y en la caída de la valoración de las acciones—, así como las dificultades estructurales, están frenando el ritmo de la recuperación. Esas dificultades guardan relación, principalmente, con la necesidad de sanear los balances del sector público y del sector privado y con la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas. También se mantienen las diferencias regionales con respecto a las posiciones cíclicas. Si bien el ritmo de la recuperación sigue siendo más bien lento en las economías avanzadas, la moderación del crecimiento en las economías emergentes parece más contenida y podría contribuir a mitigar las presiones de recalentamiento que se observan actualmente en algunos de esos países.

La desaceleración de la actividad económica mundial se ha reflejado en los datos de las encuestas. En septiembre, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó ligeramente con respecto al mes anterior, pasando de 51,5 a 52 (véase gráfico 1). Por consiguiente, el índice sigue situándose por encima del umbral teórico de 50 que separa la expansión de la contracción, pero por debajo de la media registrada desde el año 2000. Por sectores, el índice PMI global de producción de manufacturas se situó en un nivel de 50 en septiembre, mientras que los 52,6 puntos registrados en el sector servicios sugieren una dinámica más bien moderada de la actividad económica también en este sector. El crecimiento de las nuevas actividades también parece haberse ralentizado aún más en el sector manufacturero, al tiempo que se ha acelerado ligeramente en el sector servicios. En consonancia con esta evolución de la actividad mundial en el sector manufacturero,

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

los datos más recientes sobre el comercio mundial y el índice PMI de nuevos pedidos de exportación también sugieren un lento crecimiento del comercio internacional. En tasa intertrimestral, el crecimiento del comercio mundial de bienes (excluida la zona del euro) se moderó hasta el 0,3 % en julio, desde el 3 %, aproximadamente, observado en el primer trimestre del año.

La presión de los costes en la economía mundial parece haberse atenuado en cierta medida. En septiembre, el índice PMI global de precios de los bienes intermedios se redujo ligeramente, hasta 57,3, desde el nivel de 58 registrado en el mes anterior. Por consiguiente, se mantiene muy por debajo de los máximos alcanzados en el primer trimestre del año. En general, la inflación se ha estabilizado, en tasa interanual, en las economías avanzadas, mientras que, en las economías emergentes, las presiones inflacionistas siguen siendo más pronunciadas. En los países de la OCDE, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 3,2 % en agosto de 2011, frente al 3,1 % de julio (véase gráfico 2). Los fuertes aumentos de los precios de la energía y los alimentos impulsaron al alza la tasa de inflación. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se situó en el 1,8 % en agosto, frente al 1,7 % de julio. En los mercados emergentes, las tasas de inflación siguen siendo elevadas como consecuencia de las restricciones de la capacidad productiva y de la mayor ponderación asignada a las materias primas en sus respectivas cestas de consumo.

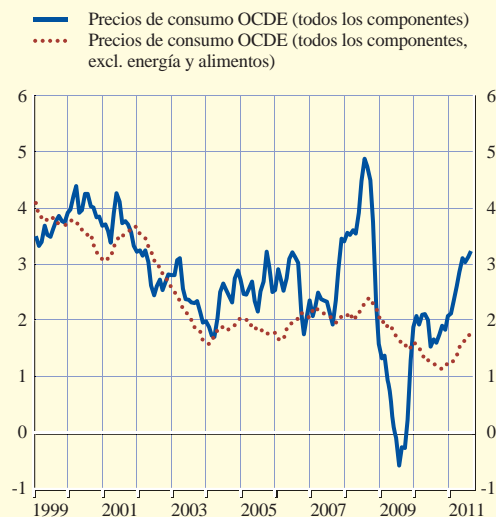
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación económica siguió siendo lenta en el segundo trimestre de 2011. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció a una tasa interanual del 1,3 % en el segundo trimestre de 2011 (0,3 % en tasa intertrimestral). Esta cifra es mayor que la estimada anteriormente y se registra tras un crecimiento del 0,4 % en tasa anualizada en el primer trimestre del año (véase gráfico 3). El moderado crecimiento registrado en el segundo trimestre siguió reflejando tanto una desaceleración del gasto en consumo personal, en la medida en que el aumento de los precios de la energía redujo la renta disponible, como los efectos de las distorsiones de la oferta resultantes del gran terremoto que asoló la región oriental de Japón y que se dejaron sentir especialmente en el sector del automóvil. La inversión empresarial siguió creciendo, mientras que la inversión residencial repuntó tras una caída en el primer trimestre. En comparación con la estimación anterior, la revisión al alza del crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue resultado, principalmente, de las mayores contribuciones del gasto en consumo de las exportaciones y, en menor medida, de la inversión privada en capital fijo, que solo se contrarrestaron, en parte, con una contribución más negativa de las existencias.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 3,6 % de julio hasta el 3,8 % en agosto de 2011, la cifra más alta registrada desde septiembre de 2008. El aumento de la inflación general a lo largo de 2011 continúa reflejando una acusada subida

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

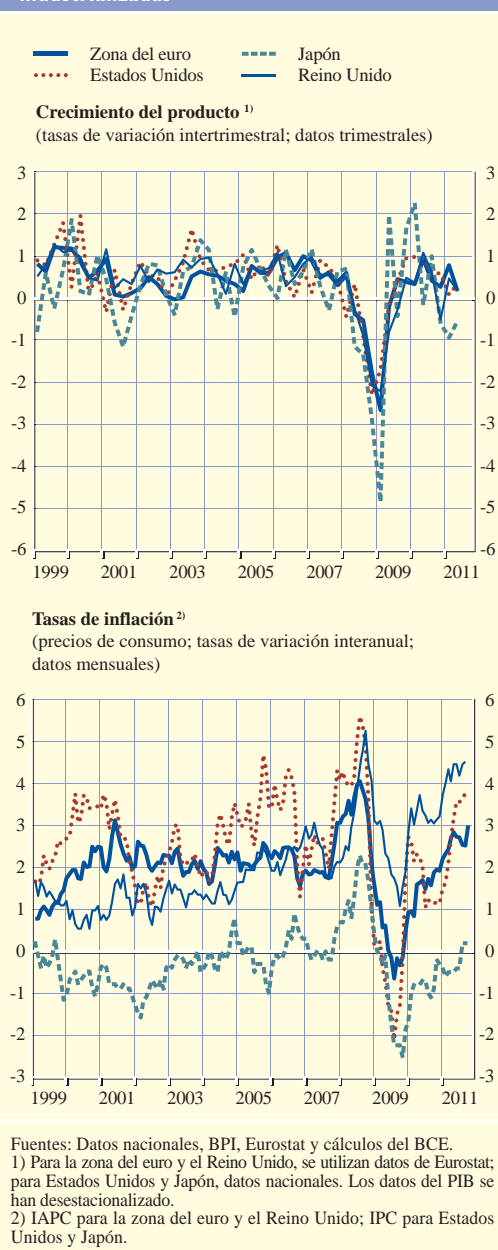
de los precios de la energía, que, pese a una ligera moderación en los últimos meses, se situaban, en agosto de 2011, un 18,4% por encima del nivel registrado un año antes. Además, la inflación del precio de los alimentos siguió incrementándose hasta el 4,6%. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual continuó aumentando hasta el 2% en agosto, desde el 1,8% registrado en julio. En parte, el repunte de la inflación subyacente con respecto a los bajos niveles de 2010 tiene su origen en un incremento gradual pero sostenido de los costes de la vivienda desde unos niveles muy bajos.

El 21 de septiembre de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales y siguió previendo que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos, como mínimo hasta mediados de 2013. Al mismo tiempo, el Comité anunció nuevas medidas para estimular la lenta recuperación económica y ayudar a favorecer las condiciones en los mercados hipotecarios, incluida una ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores.

JAPÓN

En Japón, la segunda publicación de los datos de las cuentas nacionales correspondientes al segundo trimestre de 2011 confirmó el impacto negativo del terremoto y del tsunami de marzo de este año mostrando que la economía japonesa sufrió una contracción del 0,5% en tasa intertrimestral, lo que representa una revisión a la baja en comparación con la estimación anterior. No obstante, según los indicadores mensuales recientes, la recuperación de la economía japonesa está en curso, observándose una gradual moderación de las restricciones por el lado de la oferta provocadas por el terremoto. Pese a que en julio y agosto solo se registró un ligero aumento, la producción industrial casi se ha recuperado hasta el nivel observado antes del desastre natural (actualmente se sitúa en torno al 96% del nivel de febrero). De la misma manera, las exportaciones reales de bienes, medidas por el índice de exportación real del Banco de Japón, también crecieron marginalmente en agosto (0,1% en tasa intermensual), pero el índice se sitúa actualmente solo un 2% por debajo de los niveles de febrero, tras los sólidos aumentos registrados en mayo y junio. Al mismo tiempo, las importaciones reales de bienes continuaron creciendo, aunque de forma moderada.

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



Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0,2 % en agosto, el mismo nivel del mes anterior. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 0,1 % hasta el 0,2 % en agosto, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa se mantuvo en territorio negativo (-0,5 % en agosto). El Banco de Japón decidió, en su reunión de 7 de septiembre de 2011, mantener sin variación, entre el 0,0 % y el 0,1 %, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica siguió siendo débil durante el tercer trimestre de 2011, de acuerdo con los indicadores mensuales. La mayoría de las encuestas de opinión y de los indicadores de consumo de los hogares continuaron siendo relativamente moderados en agosto y septiembre. Por consiguiente, es probable que el repunte del crecimiento observado a corto plazo siga siendo limitado, aunque los estímulos monetarios deberían respaldar la actividad económica. Todavía se prevé que el crecimiento de la demanda externa siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual medida por el IPC ha seguido siendo elevada en los últimos meses, habiéndose incrementado en agosto hasta el 4,5 %, desde el 4,4 % de julio. Por el contrario, la inflación subyacente (medida por la inflación del IPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados) se redujo del 3,8 % al 3,7 %. A corto plazo, es probable que la inflación aumente, pero, de cara a un futuro más lejano, la gradual desaparición de determinados factores transitorios (incluidos los precios más altos de las materias primas, los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, contribuirá a atenuar las presiones inflacionistas. En los últimos trimestres, el Comité de Política Monetaria del Bank of England ha mantenido en el 0,5 % el tipo de interés oficial al que se remuneraban las reservas de las entidades de crédito. El 6 de octubre, el Comité decidió incrementar en 75 mm de libras esterlinas las compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central, que se sumarían al saldo remanente de compras anteriores, que ascendía a 200 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, el crecimiento económico siguió moderándose en agosto. El índice PMI indica un debilitamiento de la actividad económica tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios, principalmente como consecuencia de un deterioro de la situación de la demanda externa y de la adopción de políticas internas más restrictivas. Aunque el comercio exterior ha perdido impulso en comparación con el comienzo del año, las importaciones registraron un fuerte repunte en agosto, lo que indica que se está disipando el impacto de las distorsiones temporales en las cadenas de producción causadas por las secuelas del terremoto y del tsunami en Japón. La inversión en activos fijos siguió siendo vigorosa, debido principalmente al mantenimiento de las políticas de estímulo en el sector de la vivienda.

En agosto, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 6,3 %, desde el 6,5 % registrado en julio, impulsada, fundamentalmente, por una moderación de los precios de los alimentos. Se prevé que la reciente estabilización de los precios de las materias primas y de los alimentos atenúe las presiones inflacionistas en los próximos meses y sitúe la inflación en niveles más cercanos al objetivo del 4 % establecido por las autoridades. Tanto los nuevos préstamos internos como el crecimiento de M2 experimentaron nuevas desaceleraciones en agosto, como consecuencia de la aplicación de una política monetaria más restrictiva durante el primer semestre del año. El Banco Central de la República Popular China ha mantenido sin variación desde julio sus tipos de interés oficiales y el coeficiente de reservas, lo que marca una interrupción de su política de endurecimiento en un contexto de creciente inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo descendieron en septiembre y en los primeros días de octubre. El precio del barril de Brent se situaba, el 5 de octubre, en 100,7 dólares estadounidenses, es decir, todavía un 8,1 % por encima del nivel de comienzos del año, pero un 12 % por debajo del registrado a principios de septiembre (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del petróleo sean más bajos en el medio plazo y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 96,1 dólares estadounidenses el barril.

El descenso de los precios se produjo en un contexto de intensificación de las turbulencias en los mercados financieros y de la consiguiente preocupación respecto a las perspectivas de la economía mundial. Aunque ello no ha afectado todavía a las cifras actuales de demanda, especialmente en las economías emergentes, la Agencia Internacional de la Energía ha recortado sus proyecciones de demanda para 2011 y 2012.

Los precios de las materias primas no energéticas descendieron durante el mes de septiembre. La inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial y su posible impacto sobre la demanda de materias primas afectó a los precios tanto de los alimentos como de los metales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de septiembre, un 10,3 % por debajo del nivel de comienzos del año. En el recuadro 1 se analizan las correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros.

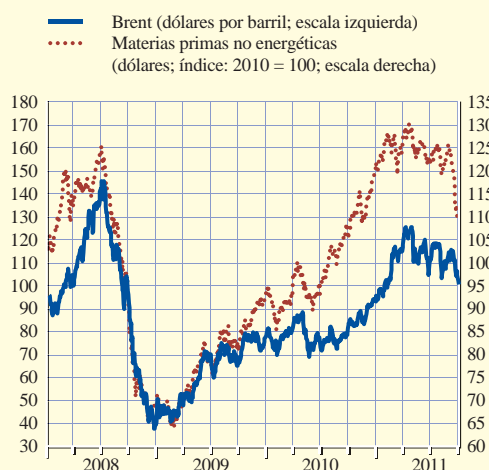
Recuadro 1

FINANCIARIZACIÓN DE LAS MATERIAS PRIMAS Y RENDIMIENTOS DE MERCADO CRUZADOS

Desde mediados de la década del 2000, se ha intensificado la negociación de futuros sobre materias primas, un fenómeno que, con frecuencia, se denomina «financiarización de las materias primas». Uno de los principales factores determinantes de este proceso es el creciente interés de los inversores en mantener materias primas —o instrumentos de inversión vinculados a las mismas— como parte de su estrategia de diversificación de las carteras, basándose en la correlación históricamente baja entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros.

En los últimos años, la intensificación de la actividad de negociación también podría haber tenido su origen en el comportamiento de las entidades de crédito que han creado y comercializado fondos de inversión orientados al seguimiento de determinados índices de precios de materias primas (los llamados «fondos de índices»), proporcionando así a sus tenedores un medio fácil de ganar exposición a las fluctuaciones de los precios de dichas materias. Los fondos de índices que emulan a un índice

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

dado de materias primas —siguiendo estrategias de inversión pasivas que suponen principalmente la compra de futuros¹— podrían haber contribuido a mantener una presión constante sobre los precios de los futuros de diversas materias primas, lo que habría hecho que su evolución fuese más similar.

Los responsables de la política económica han venido prestando atención a la presunta evidencia de correlaciones cada vez más estrechas entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros —es decir, por encima de lo que cabría justificar en razón de la evolución de los determinantes fundamentales de los precios de las materias primas—, dado que ello podría entrañar diversas consecuencias negativas para la política monetaria y la estabilidad financiera. Si los precios de las materias primas han mostrado una correlación más estrecha con los precios financieros y más débil con sus fundamentos específicos, la inflación podría resultar excesivamente volátil y los ciclos económicos podrían verse atenuados o estimulados por fluctuaciones de los precios de las materias primas más volátiles que las experimentadas hasta ahora. Además, una correlación más estrecha entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros podría afectar a la exposición al riesgo de las carteras mundiales.

En este contexto, se examina a continuación la evolución de esas correlaciones en los últimos diez años y se presenta alguna evidencia para determinar si los cambios en la actividad de negociación de determinadas materias primas podrían haber tenido el potencial suficiente para afectar a dichas correlaciones.

Correlación entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros

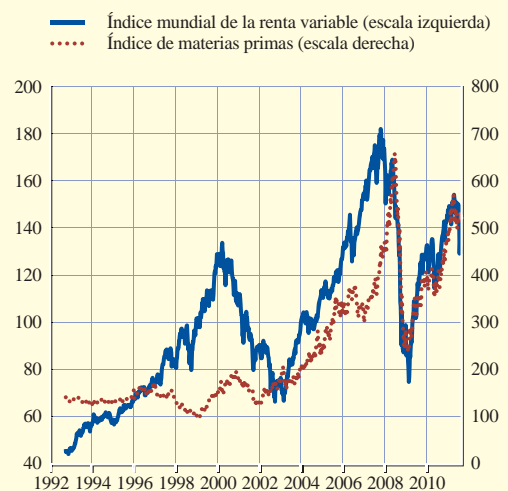
La evidencia empírica sugiere claramente que las correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los rendimientos financieros se han intensificado desde comienzos de la década del 2000. Como puede observarse en el gráfico A, los precios de las materias primas y los mercados bursátiles mundiales se han ido sincronizando cada vez más, aproximadamente desde el año 2003, y han seguido, en gran medida, la misma trayectoria desde 2008.

Esta tendencia se confirma analizando la evolución en el tiempo de las correlaciones entre el rendimiento de algunas materias primas y el índice de rendimientos de la renta variable mundial (expresado en dólares estadounidenses) con una frecuencia semanal desde el 30 de septiembre de 1997 (véase gráfico B). Si bien las tres

1 Los fondos de índices suelen adoptar posiciones largas en los mercados de futuros y tienden a renovar estos contratos hasta el vencimiento siguiente a medida que se aproxima la fecha de entrega, ya que no están interesados en la entrega física del producto en cuestión. Por consiguiente, estas posiciones largas no reflejan ninguna actitud o expectativa de una posterior evolución de los precios. Los fondos intervienen solo en el período de renovación, es decir, cuando se aproxima la fecha de vencimiento del contrato de futuros, y lo hacen vendiendo el contrato que está a punto de vencer y reemplazándolo por otro a plazo más largo. Hay que reconocer, no obstante, que algunos de estos fondos sí almacenan físicamente metales preciosos y, en ciertos casos, incluso cobre.

Gráfico A Evolución de los precios de las materias primas y de la renta variable

(índice: 29 de diciembre de 1998 = 100; datos semanales)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

correlaciones seleccionadas oscilaron dentro de un intervalo más bien estrecho entre 1997 y 2008, mostraron movimientos conjuntos al alza en el contexto de las turbulencias provocadas por la quiebra de Lehman Brothers (hasta alrededor de 0,5) y se mantuvieron en niveles elevados en comparación con la media del decenio anterior.

La justificación teórica de una correlación más elevada entre los rendimientos de las materias primas y los de la renta variable es que los inversores financieros pueden ser más sensibles a la publicación de datos macroeconómicos que a las variables fundamentales que rigen para las diversas materias primas, lo que significa que la evolución de los principales indicadores macroeconómicos podría constituir un factor determinante tanto para las materias primas como para los activos financieros, lo que elevaría su correlación.

Correlación entre los rendimientos de diversas materias primas

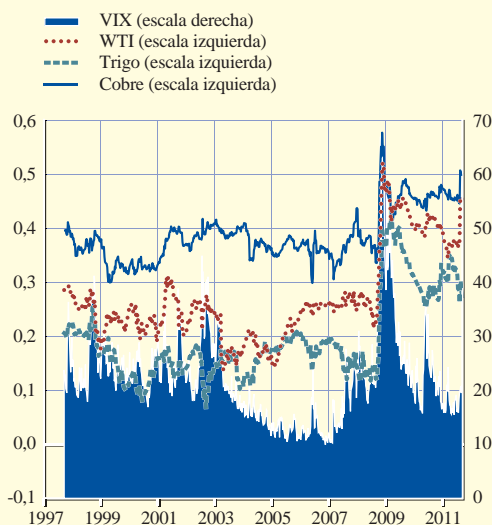
En el gráfico C se presenta información resumida procedente de la matriz de correlación de los rendimientos de 12 futuros sobre materias primas seleccionadas², es decir, la correlación mediana y sus percentiles décimo y nonagésimo. Al igual que en el caso de la relación entre los precios de las materias primas y la renta variable, las correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas se mantuvieron más bien estables entre 1997 y mediados de 2008, para registrar, posteriormente, un súbito aumento récord con alguna persistencia a niveles más elevados.

A ello podría haber contribuido el comportamiento de los fondos de índices que asignan simultáneamente las entradas de capital provenientes de los inversores a las materias primas que componen el índice estudiado. No obstante, los estudios recientes³ siguen siendo poco concluyentes al respecto y la mayoría de los resultados disponibles hasta la fecha sugieren la ausencia de efectos significativos.

En resumen, tanto las correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los de la renta variable como las correlaciones entre los rendimientos de distintas materias primas fueron más elevados tras las turbulencias financieras de septiembre de 2008. Sin embargo, no alcanzaron valores comparables a los observados a escala mundial en el caso de las correlaciones entre los mercados bursátiles⁴.

Gráfico B Correlaciones entre los rendimientos de las materias primas y los de la renta variable

(escala izquierda: correlación; escala derecha: volatilidad; datos semanales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.
Notas: El índice de renta variable es el índice bursátil mundial expresado en dólares estadounidenses. VIX es la volatilidad implícita del índice del mercado bursátil de Estados Unidos. WTI es el petróleo crudo West Texas Intermediate. La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

2 Café, cobre, algodón, gas, oro, petróleo para calefacción, maíz, plata, soja, platino, trigo y petróleo crudo WTI.

3 S. H. Irwin y D. R. Sanders, «The impact of index and swap funds on commodity futures markets», *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers*, n.º 27, 2010.

K. J. Singleton, «Investors flows and the 2008 boom/bust in oil prices», *Working Paper*, Stanford Graduate School of Business, 2011.

H. Stoll y R. Whaley, «Commodity index investing and commodity futures prices», *Journal of Applied Finance*, 20, 2010, pp. 7-46.

K. Tang y W. Xiong, «Index investing and the financialization of commodities», *Working Paper*, Princeton University, 2011.

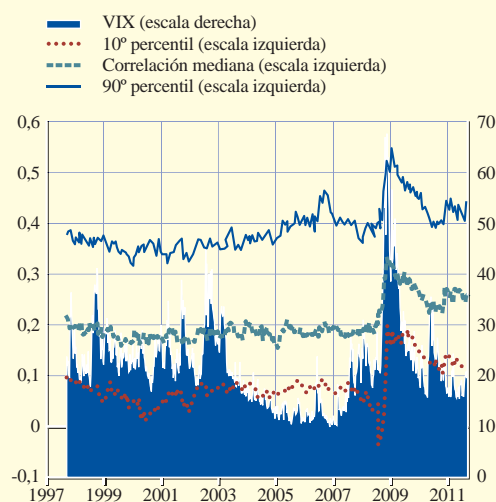
4 Por ejemplo, las correlaciones entre los rendimientos de los mercados bursátiles de Estados Unidos y los de la zona del euro se estiman normalmente en un intervalo de 0,8 a 0,9.

Por lo tanto, el presunto argumento de que las materias primas podrían haber dejado de ser útiles como estrategia de diversificación de las carteras internacionales no parece estar bien fundamentado.

Además, los gráficos B y C también muestran el índice VIX de volatilidad del mercado bursátil de Estados Unidos, junto con las correlaciones, e indican que el pronunciado y simultáneo aumento de estas se produce exactamente en el momento en que la percepción global del riesgo, que recoge el índice VIX, alcanzó un máximo histórico. Esta evolución es coherente con la conclusión bien establecida de que las pruebas de contagio basadas en correlaciones presentan un sesgo al alza por las oscilaciones del nivel de volatilidad. Por otra parte, como las percepciones de riesgo no parecen haber aumentado permanentemente, es de prever que las correlaciones se reduzcan respecto a los últimos máximos a medida que se atenúen dichas percepciones. De hecho, ya se han observado algunos descensos tras la disminución de la volatilidad en relación con los máximos registrados recientemente.

Gráfico C Correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas

(escala izquierda: correlación; escala derecha: volatilidad; datos semanales)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: VIX es la volatilidad implícita del índice del mercado bursátil de Estados Unidos. La correlación mediana es la mediana de las 66 correlaciones entre los rendimientos de 12 materias primas (véase nota 2 del texto). Los percentiles se refieren también a estas 66 correlaciones bilaterales. La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

Actividad de negociación y correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas

Analizar la relación entre la actividad de negociación y las correlaciones entre materias primas es otra forma de evaluar el impacto de los fondos de índices. Si dichos índices afectan a las correlaciones a través de sus compras conjuntas de las materias primas que componen un índice dado, los rendimientos de un par de materias primas, también dado, deberían presentar una correlación más alta precisamente cuando la evolución correspondiente de la actividad de negociación guarda también una correlación más estrecha. La medida de la actividad de negociación empleada en el análisis es la tasa de variación del interés abierto, es decir, el número de contratos de futuros pendientes correspondientes a las materias primas seleccionadas⁵.

En el gráfico D se muestran los resultados correspondientes a uno de esos pares de materias primas que normalmente presentan una alta correlación estructural, debido a la influencia común de factores relacionados con las condiciones meteorológicas: el maíz y el trigo⁶. En primer lugar, las correlaciones de la actividad de negociación parecen ser sumamente bajas y erráticas, mientras que las correlaciones entre rendimientos son mucho más altas y menos volátiles. Además, la mayor parte de los picos observados en la correlación entre las dos medidas de la actividad de negociación se producen en momentos en los que las correlaciones entre los rendimientos son bajas, lo que sugiere la

5 La actividad de negociación se mide a través del interés abierto en los contratos de futuros que se mantienen en las bolsas de valores de Estados Unidos. La *U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* recopila estos datos con una frecuencia semanal.

6 El mismo análisis se ha realizado para los 65 pares de materias restantes de la lista que aparece en la nota 2 de este recuadro con resultados incluso menos concluyentes.

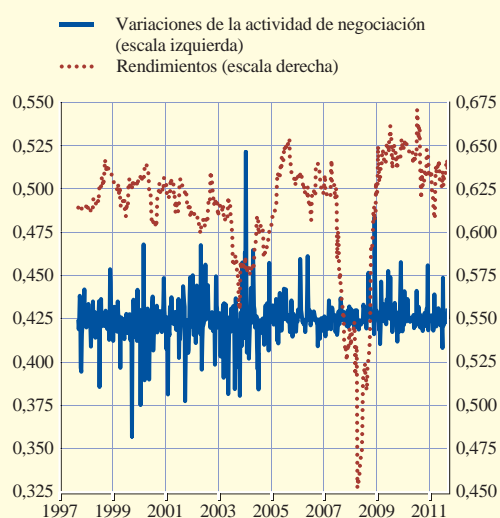
ausencia de fuerte efecto de la actividad sobre el movimiento coincidente de los rendimientos de las materias primas⁷.

En resumen, desde mediados de 2008, las correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas, así como entre los rendimientos de estas y los de la renta variable, se han disparado, aunque no han alcanzado niveles susceptibles de alterar el papel de diversificación de las carteras internacionales que desempeñan las materias primas. Además, el análisis que se presenta aquí no aporta ninguna justificación de peso respecto a la conclusión a menudo propuesta de que la actividad de negociación ha influido en el aumento de las correlaciones entre los rendimientos de diversas materias primas. Por el contrario, el incremento observado se debe, con mayor probabilidad, a otros factores, como los determinantes comunes del ciclo macroeconómico mundial.

7 La correlación muestral entre las dos medidas de correlación es de alrededor de 0,05.

Gráfico D Correlaciones dinámicas entre la actividad de negociación del maíz y el trigo y correlación correspondiente entre sus rendimientos

(correlaciones; datos semanales)



Fuentes: Bloomberg, CFTC y cálculos del BCE.
 Nota: La observación más reciente corresponde al 13 de septiembre de 2011.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Desde finales de junio hasta principios de octubre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se depreció en un entorno de fuerte volatilidad, y el 5 de octubre se situaba un 3,7 % por debajo del nivel registrado a finales de junio de 2011 y un 1,9 % por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha depreciado frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de junio y el 5 de octubre, el euro se depreció un 12 % frente al yen japonés, un 9 % frente al renminbi chino, un 7,7 % frente al dólar estadounidense y un 4,4 % frente a la libra esterlina. El franco suizo, tras haber experimentado una acusada apreciación hasta comienzos de septiembre, cotiza ahora por encima del tipo de cambio mínimo de 1,20 francos por euro fijado por el Banco Nacional de Suiza, y el 5 de octubre se situaba un 1,6 % por debajo del nivel de finales de junio (véase recuadro 2). La moneda única se apreció de forma notable frente a algunas otras monedas europeas, sobre todo frente al zloty polaco (un 10,1 %) y frente al forint húngaro (12,3 %) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones, aumentó significativamente durante el período considerado en todos los pares de monedas, y actualmente se sitúa muy por encima de las medias de largo plazo.

Entre el 30 de junio y el 5 de octubre de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en niveles próximos a la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$, establecida unilateralmente.

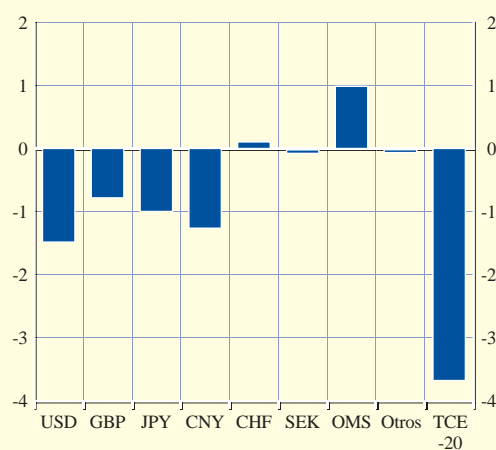
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20²⁾
Del 30 de junio al 5 de octubre de 2011
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 5 de octubre de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 5 de octubre de 2011		
			desde:		en comparación con: media 2010
			30 de junio de 2011	1 de enero de 2010	
Dólar estadounidense	19,4	1,334	-7,7	-7,3	0,6
Libra esterlina	17,8	0,863	-4,4	-3,2	0,6
Renminbi chino	13,6	8,504	-9,0	-13,4	-5,2
Yen japonés	8,3	102,3	-12,0	-23,5	-12,0
Franco suizo	6,4	1,227	1,6	-17,5	-11,1
Zloty polaco	4,9	4,395	10,1	7,1	10,0
Corona sueca	4,9	9,119	-0,6	-10,5	-4,4
Corona checa	4,1	24,81	1,9	-5,6	-1,9
Won coreano	3,9	1,586	2,8	-4,6	3,5
Forint húngaro	3,1	298,8	12,3	10,7	8,5
TCEN ²⁾		102,7	-3,7	-8,2	-1,9

Fuente: BCE.

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

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

Recuadro 2

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO DEL FRANCO SUIZO FRENTE AL EURO

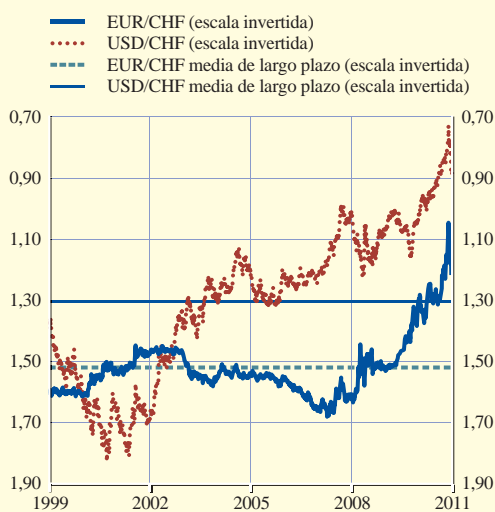
Desde comienzos de este año, la moneda suiza se ha apreciado significativamente, tanto frente al euro como frente a otras principales monedas. Tras el máximo alcanzado en agosto, el franco suizo cotiza actualmente por encima del tipo de cambio mínimo de 1,20 francos por euro fijado por el Banco Nacional de Suiza, bajo su propia responsabilidad, el 6 de septiembre de 2011. A principios de agosto, el tipo de cambio de la moneda suiza había alcanzado un máximo histórico de 1,05 francos por euro y de 0,73 francos por dólar estadounidense, lo que suponía una apreciación de alrededor del 20% frente al euro y del 25% frente al dólar desde el comienzo del año. Considerando la evolución en un período más largo, el tipo de cambio del franco suizo frente al euro se situó un 35% por encima de la media registrada desde 1999.

La apreciación sostenida del franco suizo durante la crisis financiera mundial parece reflejar, en gran medida, su papel de moneda refugio, en un entorno de elevada aversión al riesgo. Además, la relativa capacidad de resistencia de la economía suiza durante la crisis, sus perspectivas de crecimiento relativamente favorables y la solidez de sus finanzas públicas constituyen factores adicionales a los que podrían atribuirse el incremento de las entradas de capital y el fortalecimiento del franco. Todo ello parece haberse intensificado aún más con el estrechamiento del diferencial de tipos de interés con respecto a otras principales economías, así como por las expectativas de una apreciación continuada de la moneda.

Desde mediados de agosto, la moneda suiza se fue depreciando ligeramente con respecto a sus máximos históricos. Tras el anuncio del Banco Nacional de Suiza, el 6 de septiembre, de que ya no toleraría un tipo de cambio inferior a 1,20 francos suizos por euro y de que la institución estaba preparada para comprar moneda extranjera en cantidades ilimitadas, el franco suizo se depreció alrededor de un 8% ese mismo día y, desde entonces, se ha mantenido algo por encima del tipo de cambio mínimo fijado unilateralmente. Anteriormente, a principios de agosto, el Banco Nacional de Suiza había reducido el tipo de interés Libor a tres meses hasta un intervalo de 0,00 a 0,25 puntos porcentuales, con la intención de que se mantuviera lo más cercano posible a cero, dado que la institución consideraba que la evolución del tipo de cambio era una amenaza para la economía y hacía aumentar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. Además, el Banco Nacional de Suiza había incrementado repetidas veces la provisión de liquidez al mercado monetario del franco suizo mediante una progresiva expansión de los depósitos a la vista del sector bancario en el banco central, que pasaron de 80 mm de francos a 200 mm de francos a mediados de agosto. A tal efecto, no se renovaron las operaciones de cesión temporal ni las letras del banco central que vencían. Asimismo, se recompraron las letras del banco central pendientes y se realizaron operaciones de *swaps* de divisas y operaciones de cesión temporal con tipos de interés negativos. Como resultado de estas medidas, los tipos de interés a corto plazo se adentraron transitoriamente en territorio negativo.

Gráfico A Tipo de cambio del franco suizo frente al euro y frente al dólar estadounidense

(francos suizos por unidad de moneda)



Fuente: BCE.
Nota: La observación más reciente corresponde al 5 de octubre.

I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

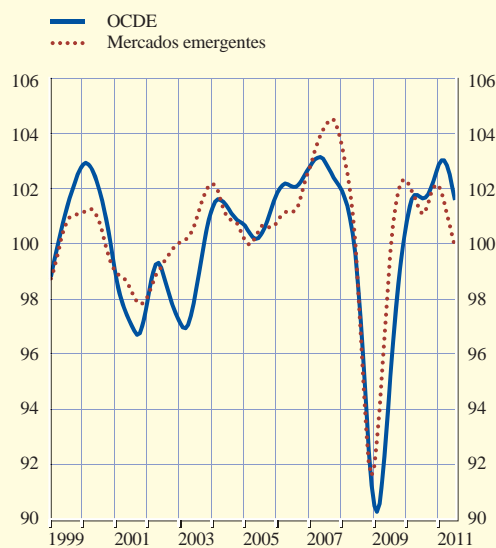
De cara al futuro, si bien la gradual desaparición de algunos factores transitorios adversos debería respaldar la actividad económica mundial en el segundo semestre del año, persisten las dificultades estructurales que afectan a las principales economías avanzadas, lo que limita su dinámica de crecimiento. La reaparición de las tensiones en los mercados financieros está amplificando aún más estos efectos adversos sobre la confianza, la riqueza y el crecimiento. La evolución reciente de los mercados bursátiles también se ha caracterizado por un aumento de la incertidumbre y ello podría retrasar aún más las decisiones de consumo y los planes de inversión. Los bajos niveles de confianza empresarial y de los consumidores parecen corroborar esta situación. Por consiguiente, a medio plazo, el ritmo de la recuperación podría seguir siendo especialmente lento en algunas de las principales economías avanzadas. Ello es coherente con la evolución del indicador sintético adelantado de la OCDE —diseñado para anticipar puntos de giro de la actividad económica en relación con la tendencia—

—correspondiente a julio, que sigue apuntando a una desaceleración de la actividad en la mayoría de los países de la OCDE y en las principales economías que no forman parte de esta organización.

En un entorno de incertidumbre particularmente elevada, se mantienen los riesgos a la baja para la actividad. Estos riesgos guardan relación, principalmente, con las tensiones que aún se observan en algunos segmentos de los mercados financieros, así como con la persistencia de los altos precios de la energía, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó significativamente en agosto de 2011, mientras que la de los préstamos concedidos al sector privado experimentó un ligero aumento. En gran medida, esta evolución estuvo determinada por las operaciones realizadas a través de las entidades de contrapartida central, lo que respalda la valoración de que la intensificación de la crisis financiera y de la deuda soberana en agosto ha tenido un impacto evidente en la evolución del dinero y del crédito. Este impacto también fue visible en el incremento de los depósitos a un día y de las participaciones en fondos del mercado monetario. Si se analiza más allá de los flujos resultantes de la reestructuración de carteras provocada por el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros, parece que la evolución del dinero y del crédito en la zona del euro se ha mantenido estacionaria, lo que sugiere que la tasa subyacente de expansión monetaria se ha estabilizado en un nivel moderado, en general.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

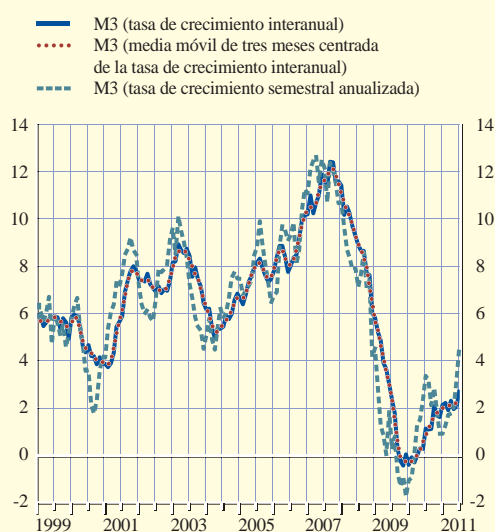
La tasa de crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 2,8% en agosto, desde el 2,1% de julio (véase gráfico 7). Esta evolución reflejó una tasa de crecimiento intermensual del 1,2%, lo que supone un incremento excepcionalmente elevado, que fue consecuencia de haber registrado las terceras entradas de fondos mensuales más voluminosas desde el comienzo de la tercera fase de la UEM. Es probable que los niveles particularmente altos de incertidumbre observados en los mercados financieros en agosto hayan contribuido de dos formas a estos considerables flujos de entrada: en primer lugar, la creciente intranquilidad de las entidades de crédito en relación con la solidez financiera percibida de sus contrapartidas puede haber disminuido debido a las significativas operaciones de préstamo entre IFM, realizadas mediante cesiones temporales negociadas a través de entidades de contrapartida central clasificadas dentro del sector tenedor de dinero; y, en segundo lugar, la evolución de los componentes de M3 apunta a algunos ajustes de cartera por parte del sector tenedor de dinero, que desplaza sus fondos hacia activos incluidos en M3, en detrimento de activos de mayor riesgo.

Por lo que respecta a los componentes, la tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó en agosto como consecuencia de las significativas entradas de fondos en depósitos a la vista del sector hogares, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se redujo levemente. La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) registró un aumento considerable, con unos flujos de entrada excepcionalmente cuantiosos en cesiones temporales y, en menor medida, en participaciones en fondos del mercado monetario.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por el impacto de las ventas y titulaciones de préstamos) aumentó ligeramente, hasta situarse en el 2,8% en agosto,

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

frente al 2,6% del mes anterior. Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares y de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvieron sin variación, mientras que la de los préstamos a las empresas de seguros y fondos de pensiones se incrementó de forma notable.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) aumentaron en agosto por segundo mes consecutivo. Este incremento fue bastante generalizado, siendo particularmente significativa la contribución de los préstamos a IFM (excluido el Eurosistema), de los préstamos al sector privado y de las tenencias de activos exteriores. Si se considera el período de tres meses comprendido entre junio y agosto, los principales activos de las IFM (excluido el Eurosistema) registraron un ascenso más considerable que en el período de tres meses transcurido hasta julio.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 se incrementó notablemente en agosto, mientras que la de los otros depósitos a corto plazo se redujo levemente y la de los instrumentos negociables aumentó de manera considerable. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista continuaron siendo los que más contribuyeron a la tasa de crecimiento interanual de M3.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se incrementó hasta el 1,7% en agosto, frente al 1% de julio, siendo reflejo de los significativos flujos de entrada registrados en los depósitos a la vista, principalmente procedentes de los hogares. El efectivo en circulación también aumentó considerablemente en agosto.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se redujo ligeramente, hasta situarse en el 3,3% en agosto, desde el 3,7% registrado el mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de los descensos registrados por las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes, pero ocultó flujos mensuales positivos. Las entradas en estos depósitos procedieron principalmente de los hogares, las empresas de seguros y los fondos de pensiones. La evolución de los depósitos en agosto está en consonancia con la disminución de las expectativas en torno a los tipos de interés del mercado monetario, que dio origen a un estrechamiento del diferencial entre la remuneración de los depósitos a la vista y la de otros depósitos a corto plazo (particularmente, los depósitos a plazo hasta dos años).

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó significativamente, hasta situarse en el 5,4% en agosto, frente al 1,2% de julio. Los flujos de entrada excepcionalmente cuantiosos observados en agosto estuvieron impulsados por las cesiones temporales y las participaciones en fondos del mercado monetario. En gran medida, las cesiones temporales se negociaron a través de plataformas electrónicas clasificadas como intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF). Es probable que estas operaciones respondan, en parte, a una preferencia por las operaciones de préstamos interbancarios con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central, debido a la intensificación de la incertidumbre sobre la solidez financiera percibida de las contrapartidas. Además, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron sus primeras entradas significativas en ocho meses. En el contexto actual, resulta probable que estos flujos reflejen ajustes de cartera temporales. La utilización transitoria de estos instrumentos se observó durante el período en el que se produjeron desplazamientos de cartera extraordinario, entre 2001 y mediados de 2003.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta el 3,6% en agosto, desde el 2,8% observado el mes anterior.

Las tenencias de depósitos de M3 por parte de los intermediarios financieros no monetarios y de los hogares registraron incrementos intermensuales significativos, mientras que los depósitos de M3 en poder de las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se situó en el 2,5 % en agosto, sin cambios con respecto al mes anterior (véase cuadro 2). Esta evolución enmascara una intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y una moderación del crecimiento del crédito otorgado al sector privado.

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado disminuyó hasta el 1,8 % en agosto, desde el 2 % registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la significativa contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, y enmascara el fuerte aumento de los préstamos concedidos por este sector. El flujo mensual de préstamos concedidos por las IFM al sector privado (ajustados por ventas y titulizaciones) fue similar al de los préstamos mantenidos en los balances de estas instituciones, lo que sugiere que las ventas y titulizaciones de préstamos fueron moderadas en agosto. El flujo mensual de préstamos concedidos al sector

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jul	2011 Ago
M1	48,8	7,9	4,9	3,2	1,7	1,0	1,7
Efectivo en circulación	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,3	4,5
Depósitos a la vista	40,3	8,2	4,8	2,9	1,2	0,3	1,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,8	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,7	3,3
Depósitos a plazo hasta dos años	18,9	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,5	3,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,9	8,4	7,2	5,4	4,5	3,9	3,5
M2	87,6	1,8	2,2	2,4	2,4	2,2	2,4
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,4	-6,5	-3,0	-1,7	-0,4	1,2	5,4
M3	100,0	0,7	1,5	1,9	2,1	2,1	2,8
Crédito a residentes en la zona del euro		2,1	3,4	3,7	3,1	2,5	2,5
Crédito a las Administraciones Públicas		7,8	11,8	10,9	6,5	4,9	5,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		6,5	15,5	17,7	10,7	8,3	6,3
Crédito al sector privado		0,8	1,5	2,1	2,4	2,0	1,8
Préstamos al sector privado		1,0	1,7	2,4	2,6	2,4	2,6
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		1,2	2,2	2,8	2,9	2,6	2,8
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		2,6	2,7	2,8	3,4	3,6	3,7

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.

privado fue positivo de forma generalizada, destacando especialmente la contribución del sector de OIF, en la que se reflejan las operaciones de préstamos interbancarios realizadas a través de entidades de contrapartida central.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados por ventas y titulaciones) se mantuvo sin variación en el 2,2% en agosto. Las ventas y titulaciones de préstamos fueron insignificantes, como en el mes anterior. Al mismo tiempo, la brecha entre la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados y la de los préstamos retenidos en los balances de las IFM siguió siendo considerable y obedeció a las considerables transferencias de préstamos a «bancos malos» en el segundo semestre de 2010. El detalle por plazos de vencimiento indica que se observaron flujos de entrada para todos los plazos, habiéndose registrado las entradas más cuantiosas en préstamos a más de un año. Una parte importante de la evolución mensual de los préstamos a las sociedades no financieras correspondió a los préstamos renovables y los descubiertos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos hasta un año) se elevó en los últimos meses y se situó en el 4% en agosto, mientras que los préstamos de uno a cinco años continuaron contrayéndose. La heterogeneidad entre los distintos países en la evolución de los préstamos siguió siendo significativa, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica, con las diferencias en las necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales y con los variados niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras en los diferentes países de la zona del euro.

Las tasas de crecimiento interanual de i) los préstamos concedidos por las IFM a los hogares ajustados por ventas y titulaciones y ii) los préstamos otorgados a dicho sector retenidos en los balances de las IFM permanecieron sin variación con respecto al mes anterior, en el 2,7% y el 3%, respectivamente. En cuanto a los principales componentes del endeudamiento de los hogares, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda no cambió, mientras que la del crédito al consumo aumentó ligeramente (pese a mantenerse negativa). La debilidad del crédito al consumo refleja, en

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jul	2011 Ago
Sociedades no financieras	42,1	-1,2	-0,3	0,6	1,1	1,6	1,6
<i>Ajustados de ventas y titulaciones²⁾</i>	-	-0,7	0,6	1,5	1,9	2,2	2,2
Hasta un año	24,7	-7,9	-4,6	-1,2	1,6	4,1	4,0
De uno a cinco años	18,3	-3,9	-2,6	-2,4	-2,9	-3,5	-3,1
Más de cinco años	57,0	3,1	2,6	2,4	2,2	2,2	2,2
Hogares³⁾	46,7	2,8	2,8	3,1	3,4	3,0	3,0
<i>Ajustados de ventas y titulaciones²⁾</i>	-	2,9	3,0	3,1	3,0	2,7	2,7
Crédito al consumo ⁴⁾	12,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-2,0	-1,6
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,1	3,4	3,6	4,0	4,4	3,9	3,9
Otras finalidades	15,9	2,9	2,6	2,4	2,1	2,6	2,6
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,9	-1,0	7,7	7,6	3,2	3,8	9,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,3	2,5	4,7	7,0	6,0	3,6	4,6

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

cierta medida, una falta de disposición para realizar compras «importantes», debido a la continua atonía del crecimiento de la renta disponible y a los elevados niveles de endeudamiento de los hogares. En general, los datos de agosto confirman la valoración de que la recuperación de los préstamos a los hogares se ha estabilizado.

Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos por parte de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2011».

Recuadro 3

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 15 y el 27 de septiembre de 2011¹. En conjunto, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que el endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos había aumentado considerablemente en comparación con el segundo trimestre de 2011, así como que este incremento había sido mayor de lo esperado por las entidades participantes en la encuesta tres meses antes. Esto es válido tanto para los préstamos a sociedades no financieras como para los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se incrementó solo moderadamente. En cuanto a la demanda de préstamos, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas había disminuido de manera significativa, así como que la de préstamos a hogares para adquisición de vivienda había registrado un descenso aún más acusado. El deterioro de los criterios de concesión y de la demanda de préstamos es reflejo, en gran medida, de la percepción de las entidades encuestadas de que los riesgos en torno a las perspectivas económicas habían aumentado, así como de las renovadas tensiones observadas en el acceso a la financiación por parte de las entidades de crédito. Aunque las expectativas de las entidades participantes en la encuesta apuntan a que los citados criterios y la demanda neta de préstamos a empresas seguirán deteriorándose en el cuarto trimestre de 2011, en el caso de los préstamos a hogares no esperan ningún deterioro adicional.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

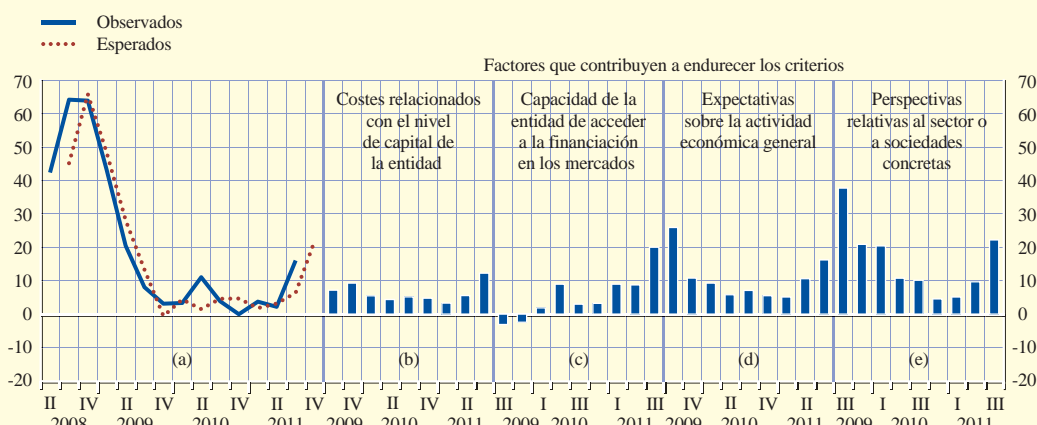
Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2011, el porcentaje neto² de entidades que señalaron que los criterios de concesión de préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento repuntó considerablemente, hasta el 16% (en comparación con el 2% del trimestre anterior; véase gráfico A). El endurecimiento neto observado fue mayor de lo esperado por las entidades encuestadas tres meses antes (6%). Al mismo tiempo, al comparar la variación del grado de endurecimiento neto con el tercer trimestre de 2008, cuando se produjo la quiebra de

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 27 de septiembre de 2011. El 6 de octubre de 2011 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados en la dirección del BCE en Internet.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(porcentaje neto)



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

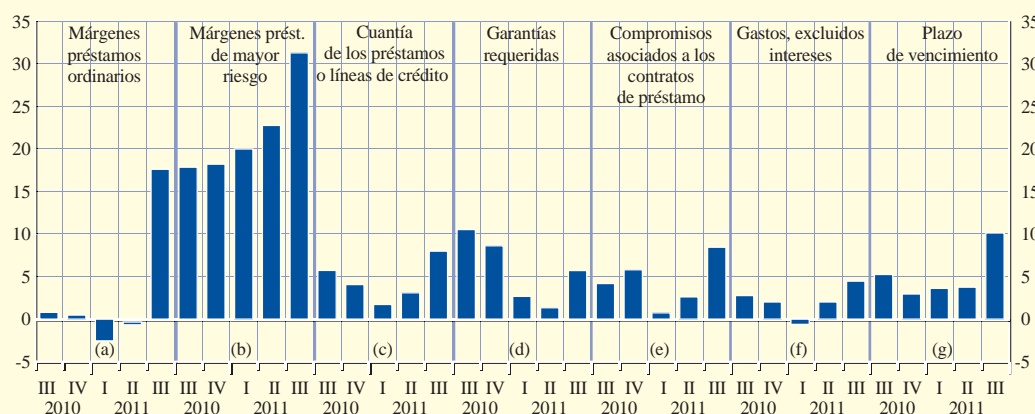
Lehman Brothers (64 %, frente al 43 % del segundo trimestre de 2008), se observa que el citado grado de endurecimiento neto parece ser más moderado, tanto en términos de nivel como de variación. En cuanto a los plazos de vencimiento, los criterios aplicados para la aprobación tanto de préstamos a corto plazo (11 %, desde el -3 % del trimestre anterior) como de préstamos a largo plazo (20 %, desde el 8 %) se endurecieron en términos netos. Además, el endurecimiento neto de los criterios de concesión aumentó tanto en el caso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes; 14 %, desde el 3 %) como en el de los préstamos a grandes empresas (19 %, desde el 3 %).

Si se consideran los factores determinantes del endurecimiento neto general de los criterios de aprobación del crédito, los relacionados con la percepción de riesgos, en particular, las expectativas sobre la actividad económica general y las perspectivas relativas al sector o a sociedades concretas, contribuyeron considerablemente al endurecimiento (16 % y 22 %, respectivamente, frente al 11 % y el 10 % del segundo trimestre). Esto se debe principalmente a la moderación del ritmo de crecimiento económico y de la confianza empresarial observada en el tercer trimestre de 2011. Además, como consecuencia de las renovadas tensiones en el acceso a la financiación por parte de las entidades de crédito, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades contribuyeron en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito que en el segundo trimestre. Este fue el caso de los tres componentes de este factor; a saber, los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades (12 %, frente al 6 %), su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (20 %, frente al 9 %) y su situación de liquidez (14 %, frente al 9 %). En cambio, como factores compensatorios, la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias había tenido un efecto moderador y un impacto prácticamente invariable, respectivamente (-3 % y 1 %, respectivamente, frente al -9 % y el -1 %), según los encuestados.

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, la evolución de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos refleja, en líneas generales, el endurecimiento neto de los criterios de concesión registrado en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico B). La ampliación de los

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

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



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

márgenes afectó de forma visible a los préstamos ordinarios (18%, frente al 0%), pero también a los préstamos de mayor riesgo (31%, frente al 23%), mientras que, en el segundo trimestre, solo se ampliaron los márgenes de estos últimos. Otras condiciones (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías requeridas) también se endurecieron en el tercer trimestre de 2011, pero en menor medida que los márgenes.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan, en general, un nuevo aumento del endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2011 (hasta el 22%), y que este afecte principalmente a las grandes empresas, así como a los préstamos a largo plazo.

Demanda de préstamos: En el tercer trimestre de 2011, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas disminuyó por primera vez desde el segundo trimestre de 2010. Este descenso fue significativo (-8%, frente al 4% del trimestre precedente; véase gráfico C) y fue reflejo, en gran parte, de la moderación del ritmo de crecimiento económico en la zona del euro y de la percepción de aumento de los riesgos relacionados con las expectativas económicas generales y con las relativas a sectores o sociedades concretas. Además, la demanda neta pareció evolucionar de forma homogénea en los distintos tamaños de empresas (-3% tanto en el caso de las pymes como en el de las grandes empresas), aunque la de las pymes había crecido más que la de las grandes empresas en el segundo trimestre (6% y 0%, respectivamente). Según las entidades participantes en la encuesta, la caída de la demanda neta de préstamos fue generalizada en todos los plazos de vencimiento (-4% para los préstamos a corto y a largo plazo).

Según las entidades encuestadas, la disminución de la demanda neta pareció estar principalmente impulsada por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (-6%, frente al 7% del trimestre anterior), así como de operaciones de fusión y adquisición (-4%, frente al 5%) y, por tanto, fue acorde con las perspectivas generales de moderación del crecimiento económico. Las necesidades de financiación de existencias y capital circulante también fueron más reducidas (4%, frente al 16%), aunque siguieron contribuyendo al aumento de la demanda de préstamos.

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

(porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que la demanda de préstamos por parte de empresas continúe disminuyendo en el cuarto trimestre de 2011 (-19%, en términos netos). Esto sería aplicable tanto a las pymes como a las grandes empresas. En cuanto a los plazos de vencimiento, se espera que este descenso afecte en mayor medida a los préstamos a largo plazo (-22%) que a los de corto plazo (-11%).

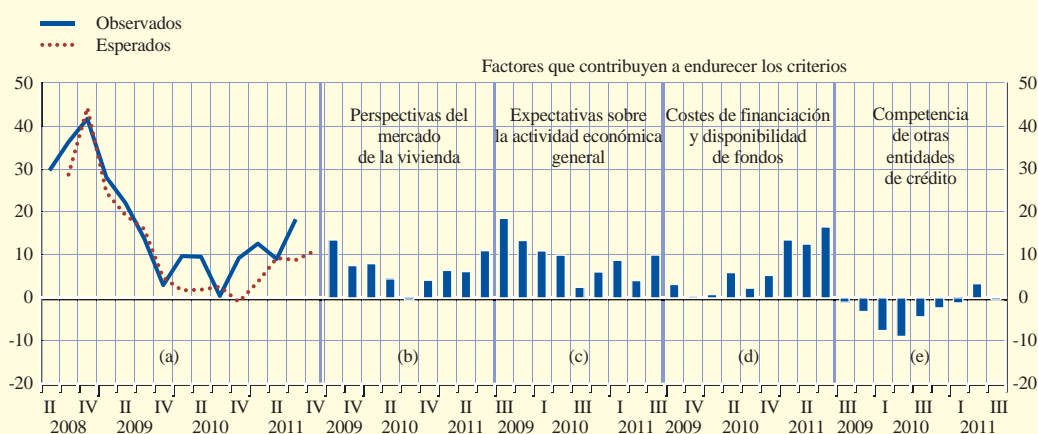
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En el tercer trimestre de 2011, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó de manera significativa, hasta el 18%, desde el 9% del segundo trimestre (véase gráfico D), y más de lo esperado en ese trimestre (9%). Según las entidades encuestadas, el mayor grado de endurecimiento neto observado en el tercer trimestre estuvo de nuevo impulsado, en gran medida, por los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades (en términos netos, el 17% indicó que este factor había contribuido al endurecimiento de los criterios, lo que representa un incremento con respecto al 13% del trimestre anterior). Además, los riesgos percibidos por las entidades con respecto a la actividad económica general (10%, desde el 4%) y al mercado de la vivienda (11%, desde el 6%) contribuyeron considerablemente al endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda.

El sustancial aumento del grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda solo quedó reflejado, en cierta medida, en las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos. El porcentaje neto de entidades que indicó que los márgenes de los préstamos ordinarios se habían incrementado se redujo hasta el 10% (desde el 13% del segundo trimestre), al igual que el porcentaje neto de entidades de la zona del euro que manifestó que los márgenes de los préstamos de mayor riesgo se habían ampliado, que descendió hasta el 14% (desde el 18%). Al mismo tiempo, las condiciones no relacionadas con el precio, principalmente el plazo de

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

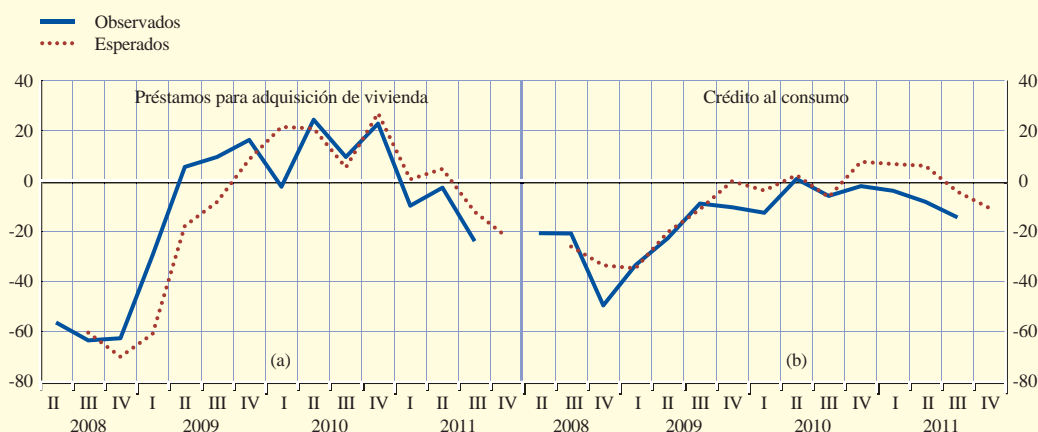
vencimiento de los préstamos (7 %, frente al 1 % del segundo trimestre), parecen haber contribuido al endurecimiento adicional de los criterios de aprobación.

De cara al futuro, las entidades esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda disminuya ligeramente en el cuarto trimestre de 2011 (11 %).

Demanda de préstamos: De modo paralelo a la disminución de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas y como consecuencia de la moderación del crecimiento económico, las entidades participantes en la encuesta señalaron que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se había reducido sustancialmente (-24 %, frente al -3 %; véase gráfico E). Este descenso

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

(porcentaje neto)



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

pareció estar impulsado, fundamentalmente, por el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (-23 %, frente al -5 %) y de la confianza de los consumidores (-24 %, frente al -4 %).

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siga disminuyendo en una medida similar en el cuarto trimestre (-22 %, en términos netos).

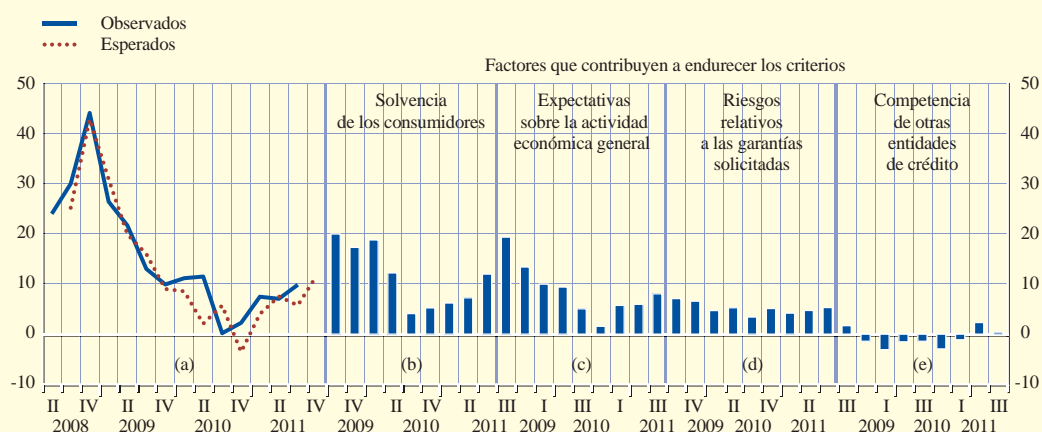
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: Para el tercer trimestre de 2011, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había aumentado moderadamente (10 %, frente al 7 %; véase gráfico F), mencionando como factores determinantes una combinación de factores relacionados con la oferta (es decir, los costes de financiación y disponibilidad de fondos) y con la percepción de riesgos (relacionados con las perspectivas económicas y la solvencia de los consumidores). Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el mayor endurecimiento neto de los criterios de aprobación no se tradujo en un aumento del endurecimiento de las condiciones relacionadas con el precio. El porcentaje neto de entidades que señaló una ampliación de sus márgenes disminuyó ligeramente en el tercer trimestre, mientras que la contribución de las condiciones no relacionadas con el precio apenas se modificó en comparación con la encuesta anterior.

De cara al futuro, en términos netos, el 12 % de las entidades espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse ligeramente en el cuarto trimestre de 2011.

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

Demanda de préstamos: En el tercer trimestre de 2011, las entidades encuestadas manifestaron que la demanda neta de crédito al consumo había vuelto a disminuir (-15 %, en términos netos, -8 % del trimestre anterior; véase gráfico E), principalmente como consecuencia de la menor confianza de los consumidores y de la reducción del gasto en bienes de consumo duradero.

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda de crédito al consumo continúe descendiendo en el cuarto trimestre de 2011 (-11 %, en términos netos).

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

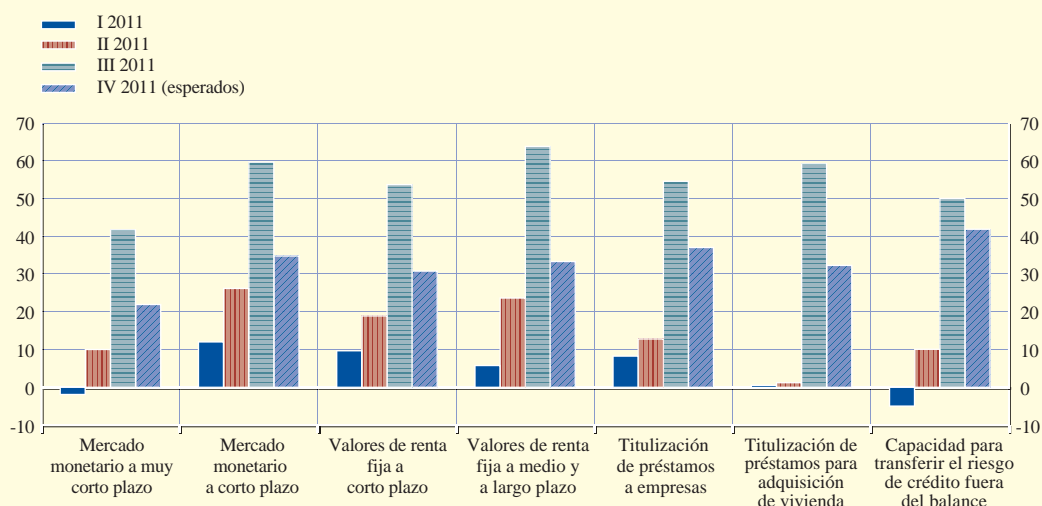
Al igual que en encuestas anteriores, en la de octubre de 2011 también se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas en el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

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron un deterioro sustancial del acceso a los mercados monetarios, tanto a los de muy corto plazo³ como a aquellos con plazos de vencimiento superiores a una semana, así como de la emisión de valores de renta fija para todos los plazos de vencimiento (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haberse deteriorado considerablemente en el tercer trimestre de 2011, tanto en el caso de la titulización fuera de balance o real como en el de la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). Al mismo tiempo, de cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que su acceso a la financiación mayorista se deteriore de manera menos pronunciada en el cuarto trimestre del año.

3 Menos de una semana.

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

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



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

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) se mantuvo prácticamente sin variación, situándose en el 3,7 % en agosto, frente al 3,6 % de julio. Esta evolución ocultó un nuevo fortalecimiento de la

tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM, que fue contrarrestado por un ligero descenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo. Los flujos mensuales positivos registrados en los valores distintos de acciones a más largo plazo de las IFM fueron consecuencia de la venta por parte de estas instituciones de sus tenencias de valores distintos de acciones al sector tenedor de dinero. En agosto se registraron, por undécimo mes consecutivo, flujos mensuales de entrada en capital y reservas, con lo que esta posición aumentó un total de 151 mm de euros en los doce últimos meses.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM aumentaron hasta situarse en 190 mm de euros en agosto, frente a los 166 mm de euros de julio (véase gráfico 8), como resultado de una entrada mensual de 17 mm de euros, que sería coherente con la adquisición de activos de la zona del euro al sector tenedor de dinero de la zona por parte de no residentes. Desde una perspectiva general del balance, estos resultados mensuales fueron consecuencia de una evolución expansiva, más que restrictiva, ya que las entidades de crédito principalmente concedieron más préstamos a no residentes e incurrieron en más pasivos por depósitos frente a ellos.

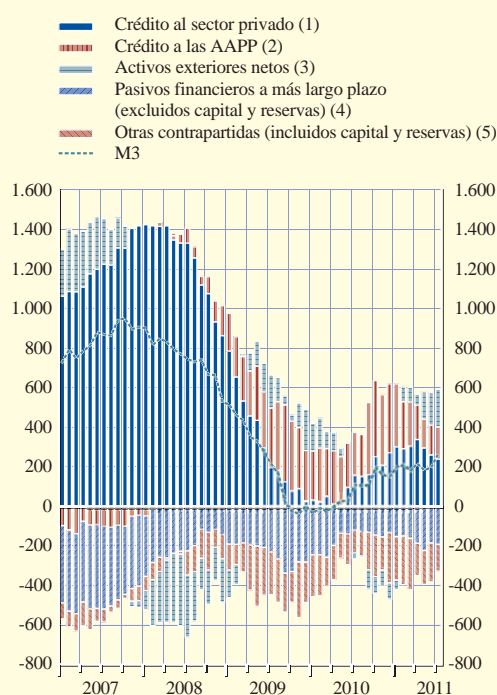
En general, si se considera más allá de los flujos resultantes de la reestructuración de carteras provocada por la intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros, los datos más recientes apuntan a que la tasa subyacente de crecimiento monetario y del crédito se ha estabilizado en niveles moderados en los últimos meses. Al mismo tiempo, debería reconocerse que la agudización de la crisis financiera y de la deuda soberana en agosto ha tenido un impacto identificable en la evolución del dinero y del crédito. Sin embargo, los datos monetarios correspondientes a agosto también son acordes con nuevos aumentos del crédito concedido al sector privado no financiero por parte de las IFM de la zona del euro.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente en julio de 2011, hasta situarse en el 3,8%, en un contexto de esfuerzos generalizados por mejorar la situación presupuestaria de los distintos países y de consolidación continua de los balances de las IFM, que contrarrestaron el repunte de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

de la emisión de acciones cotizadas aumentó levemente, hasta el 1,8%. En lo que respecta a la actividad emisora, el período analizado no recoge las tensiones financieras más recientes producidas desde agosto, que probablemente hayan afectado de manera significativa a la financiación de algunos sectores en los mercados.

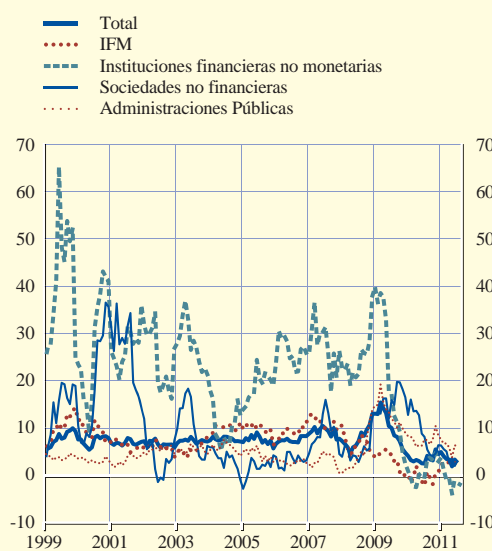
VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En julio de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo ligeramente, hasta el 3,8%, desde el 3,9% registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, principalmente, por la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, mientras que la emisión de valores a corto plazo continuó descendiendo, al igual que la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de los valores distintos de acciones emitidos cayó hasta el 2,6% en julio de 2011, desde el 3,3% de junio (véase gráfico 9). Esta disminución obedeció, básicamente, a una desaceleración de la tasa de crecimiento de la emisión de este tipo de valores por parte de las IFM y del sector público.

Desde principios de 2010, el retroceso de las emisiones de valores a corto plazo se ha visto compensado con creces por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo. Esta tendencia continuó en julio de 2011. Aunque las emisiones de valores distintos de

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Julio 2011	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾				
		2010 III	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 Jun
Valores distintos de acciones	16.240	3,4	3,6	3,7	3,5	3,9
IFM	5.371	-0,6	-0,1	0,6	1,1	1,7
Instituciones financieras no monetarias	3.270	0,9	1,3	1,8	0,8	0,9
Sociedades no financieras	850	10,6	8,5	6,3	3,9	4,1
Administraciones Públicas	6.749	7,6	7,5	7,3	6,9	7,3
<i>De las cuales:</i>						
Administración Central	6.161	7,3	7,1	6,7	6,1	6,5
Otras Administraciones Públicas	588	11,0	12,4	13,0	15,8	16,1
Acciones cotizadas	4.523	1,8	1,7	1,3	1,4	1,6
IFM	459	5,2	6,6	6,4	7,5	10,2
Instituciones financieras no monetarias	326	4,3	3,3	1,8	2,6	3,0
Sociedades no financieras	3.739	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4

Fuente: BCE.

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

acciones a largo plazo a tipo de interés variable mostraron señales de moderada recuperación a finales de 2010 y comienzos de 2011, su evolución no fue sostenida, ya que en julio de 2011 disminuyeron levemente, continuando una tendencia muy débil que se inició en marzo del año en curso.

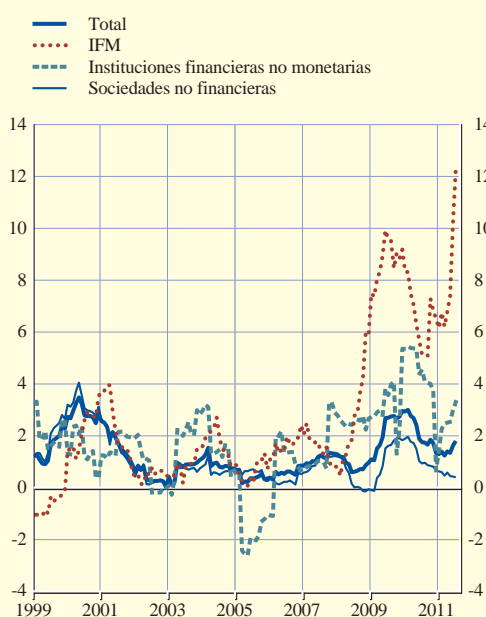
La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en julio oculta una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas se redujo hasta el 6,8% en julio de 2011, desde el 7,3% de junio. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras aumentó hasta el 4,7% en julio, desde el 4% de junio. Este mayor crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por el sector empresas puede explicarse, en parte, por unos criterios de concesión de crédito bancario relativamente estrictos en un momento en el que las condiciones financieras en los mercados de deuda todavía eran favorables. Sin embargo, la actividad emisora del sector empresas sigue estando muy por debajo de las cotas máximas alcanzadas en 2009 y 2010, y es posible que se hayan visto afectadas por la reciente intensificación de las tensiones en los mercados financieros. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se mantuvo prácticamente sin variación en el 1,8% en julio. Esta cifra resulta elevada en comparación con las tasas extremadamente débiles observadas durante la mayor parte de 2010 y a principios de 2011. Es probable que, más recientemente, esta recuperación paulatina se haya detenido como consecuencia del acceso restringido a la financiación por parte de las entidades de crédito, a raíz del recrudescimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana. Las emisiones de las instituciones financieras distintas de las IFM registraron un ligero ascenso en julio de 2011, hasta situarse en el 0,9%, en comparación con el 0,7% de junio.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó levemente, hasta situarse en el 1,8% en julio de 2011, debido principalmente a la mayor actividad emisora de las IFM y de las instituciones financieras distintas de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM se elevó hasta el 12,2% en julio de 2011, desde el 10,2% de junio (véase gráfico 10). Las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro respaldaron sus continuos esfuerzos por sanear sus balances y reponer sus bases de capital. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras distintas de las IFM siguió incrementándose en julio, hasta situarse en el 3,3%. La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras permaneció prácticamente sin cambios, en el 0,4%, en julio de 2011.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron prácticamente sin variación entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2011. En el noveno período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 14 de septiembre, el EONIA permaneció en un nivel relativamente reducido durante los dos primeros días, antes de aumentar y situarse algo más próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron prácticamente sin variación entre principios de septiembre y comienzos de octubre de 2011. El 5 de octubre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 1,35 %, el 1,56 %, el 1,76 % y el 2,08 %, respectivamente, es decir, 1, 3, 3 y 2 puntos básicos, respectivamente, por encima de los niveles observados el 7 de septiembre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, tampoco experimentó apenas cambios y se situó en 73 puntos básicos el 5 de octubre (véase gráfico 11).

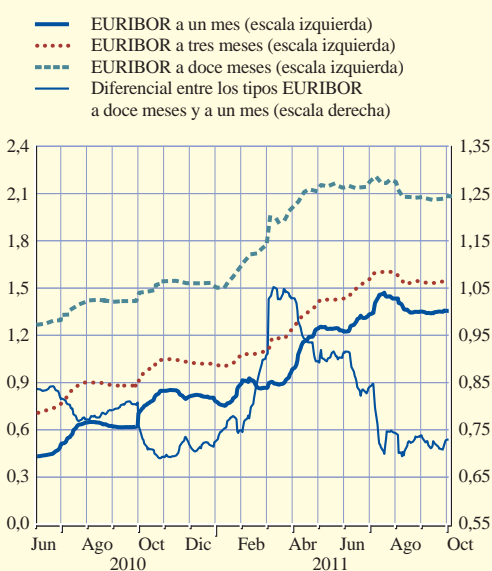
El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,73 % el 5 de octubre, 3 puntos básicos por debajo del nivel observado el 7 de septiembre. El tipo sin garantías aumentó 3 puntos básicos hasta el 1,56 % el 5 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del EONIA al mismo plazo se incrementó 5 puntos básicos y se situó en 82 puntos básicos el 5 de octubre.

El 5 de octubre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2011 y marzo, junio y septiembre de 2012 se situaron en el 1,24 %, el 1,11 %, el 1,06 % y el 1,05 %, respectivamente, lo que representa aumentos de 2 y 1 puntos básicos y descensos de 1 y 3 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de septiembre.

Entre el 7 de septiembre y el 13 de septiembre, el final del octavo período de mantenimiento del año, el EONIA permaneció estable en torno al 0,85 %, en un contexto de continuos excesos de liquidez, antes de repuntar y situarse en el 1,21 % el último día del período de mantenimiento. Durante el resto de septiembre, el EONIA registró una ligera volatilidad, continuando el patrón observado desde principios del año. El 14 de septiembre, este índice experimentó una pronunciada caída, hasta el 0,93 %, pero desde el 16 de septiembre fluctuó entre el 1,05 % y el 1,10 %, ocupando una posición más cercana al tipo de interés de las operaciones principales de financiación que en el período de mantenimiento anterior. En conjunto, el EONIA fue reflejo de la combinación del deseo de las entidades de crédito de

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

cumplir las exigencias de reservas al comienzo del período de mantenimiento y del volumen total de exceso de liquidez. El 5 de octubre, el EONIA se situó en el 0,97 %.

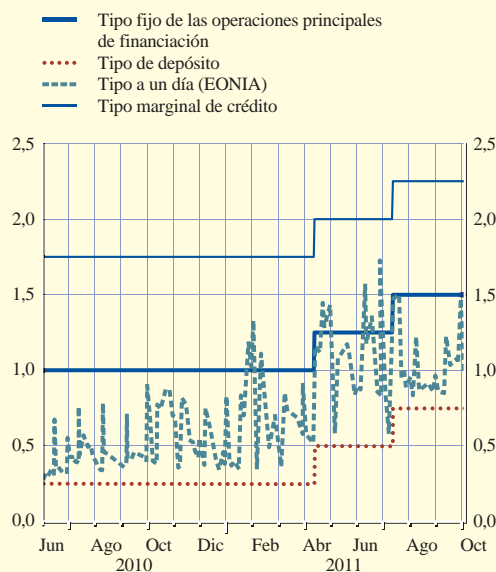
El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 7 de septiembre y el 5 de octubre. El 13 de septiembre efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 167,7 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del octavo período de mantenimiento del año. En las operaciones principales de financiación del noveno período de mantenimiento, realizadas los días 13, 20 y 27 de septiembre y 4 de octubre, el Eurosistema adjudicó 163,8 mm de euros, 201,2 mm de euros, 208,3 mm de euros y 198,8 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en septiembre, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial efectuada el 13 de septiembre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 54,2 mm de euros) y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 28 de septiembre (en la que se adjudicaron 140,6 mm de euros). El Eurosistema también ejecutó cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 13, 20 y 27 de septiembre y 4 de octubre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,5 %. Además, con estas operaciones, el Eurosistema también absorbió totalmente la liquidez proporcionada mediante las adquisiciones efectuadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores.

El noveno período de mantenimiento del año, que comenzó el 14 de septiembre, se caracterizó por unos elevados niveles de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 154 mm de euros el 5 de octubre.

La distribución descentralizada de la liquidez del banco central dentro del Eurosistema en el contexto de las tensiones en el mercado monetario interbancario se reflejó en los saldos de los BCN de la zona del euro frente al BCE en el sistema de pagos TARGET2. En el recuadro 4 se analiza de forma más detallada esta cuestión.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

Recuadro 4

SALDOS EN TARGET2 DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES DE LA ZONA DEL EURO

Los flujos de grandes pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro son una característica normal de la Unión Monetaria, y un sistema como TARGET2¹ es fundamental para procesar esos pagos con fluidez. La liquidación de los pagos transfronterizos en dinero de banco central genera saldos en cada banco central nacional (BCN) que esté conectado al sistema de pagos TARGET2². En la mayor parte de los casos, estos pagos están asociados a operaciones iniciadas por entidades privadas (es decir, entidades de crédito, empresas o particulares). Los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro frente al BCE resultantes de estos flujos de pagos interbancarios transfronterizos reflejan también la distribución descentralizada de la liquidez del banco central en el Eurosistema³. Ciertamente, los sectores bancarios de algunos países que registran salidas de pagos netas necesitan más liquidez del banco central que los de otros países en los que hay flujos de entrada de dinero de banco comercial. La distribución desigual de la liquidez del banco central proporciona estabilidad, ya que permite que las entidades de crédito financieramente solventes, incluso las ubicadas en países sujetos a tensiones financieras, cubran sus necesidades de liquidez, contribuyendo con ello a que las decisiones relativas a los tipos de interés del BCE se transmitan de manera eficaz a la economía de la zona del euro, con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo⁴.

En este recuadro se analizan brevemente los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro, se explican los motivos por los que algunos saldos aumentaron durante la crisis financiera y se considera la manera en que estos incrementos están relacionados con el patrón de provisión de liquidez que realiza el banco central en los países de la zona.

Los saldos en TARGET2 aumentaron durante la crisis financiera

La liquidación de los flujos de pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro genera posiciones intra-Eurosistema, que se agregan y se compensan al final de cada día hábil. Esto hace que cada BCN registre un activo (es decir, un saldo positivo en TARGET2) o un pasivo (esto es, un saldo negativo en TARGET2) frente al BCE, que es la entidad de contrapartida central (véase gráfico A).

Normalmente, los BCN registran saldos distintos de cero frente al BCE en TARGET2. Esto puede apreciarse en los balances de los BCN, que se publican periódicamente. La suma de todos los saldos

- 1 TARGET2 (al igual que su predecesor, TARGET, con anterioridad a noviembre de 2007, cuya desconexión gradual finalizó en mayo de 2008) es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema, y significa «sistema transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». A través de TARGET2, los BCN proporcionan servicios de pago y de liquidación a los participantes en el Espacio Económico Europeo (generalmente, entidades de crédito y otras infraestructuras de mercado). Este recuadro se refiere a la zona del euro.
- 2 Todos los BCN de la zona del euro están conectados a TARGET2. No existen restricciones en cuanto al importe de los saldos en TARGET2 frente al BCE, y dichos saldos pueden ser positivos o negativos. Los BCN de los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro también pueden optar por conectarse a TARGET2. Como no forman parte de la unión monetaria, estos BCN tienen que mantener un saldo positivo frente al BCE. La suma de todos los saldos (es decir, los de los BCN de la zona del euro, los de los BCN de los países no pertenecientes a la zona y los del BCE) es igual a cero. Para más información sobre TARGET2, véanse el anexo trimestral en el Boletín Mensual (publicado por última vez en septiembre de 2011) y los Informes Anuales del BCE.
- 3 Véanse también la nota de prensa titulada «Bundesbank TARGET2 balances», publicada por el Deutsche Bundesbank el 22 de febrero de 2011; el recuadro titulado «The dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance», *Informe Mensual*, Deutsche Bundesbank, marzo de 2011; U. Bindseil y P. J. König, «The economics of TARGET2 balances», SFB 649 *Discussion Papers*, n.º 2011-35, Humboldt University Berlin, 2011; y U. Bindseil, P. Cour-Thimann, y P. J. König, «Target2 and cross-border interbank payments during the financial crisis», *CESifo Forum*, edición especial, Ifo Institute for Economic Research, Múnich, de próxima publicación.
- 4 Véase también el recuadro titulado «El balance del Eurosistema en momentos de tensión en los mercados financieros», *Boletín Mensual*, BCE, septiembre de 2011.

positivos de los BCN de la zona del euro (o, alternativamente, la suma de todos los saldos negativos) se situó en unos 100 mm de euros en el período anterior a mediados de 2007⁵. En general, los saldos en TARGET2 aumentaron durante la crisis financiera (véase gráfico A).

El aumento de los pasivos en TARGET2 de los BCN de algunos países frente al BCE durante la crisis financiera es una consecuencia de las tensiones de financiación que se produjeron en los sectores bancarios de esos países y del hecho de que el BCE satisfizo las consiguientes necesidades de liquidez.

Con anterioridad a la crisis financiera, las entidades de crédito de esos países accedían con relativa facilidad a la financiación privada. En particular, recibían financiación del exterior (por ejemplo, en forma de préstamos interbancarios transfronterizos, inversiones directas o depósitos)

que, en general, compensaban los flujos de salida de pagos asociados a las importaciones netas de bienes y servicios o a la adquisición de activos en el extranjero. El hecho de que esos países hubieran saldado prácticamente los flujos de pagos transfronterizos liquidados en dinero de banco central implicaba que sus respectivos BCN mantuvieran saldos distintos de cero en TARGET2, pero, en general, neutrales.

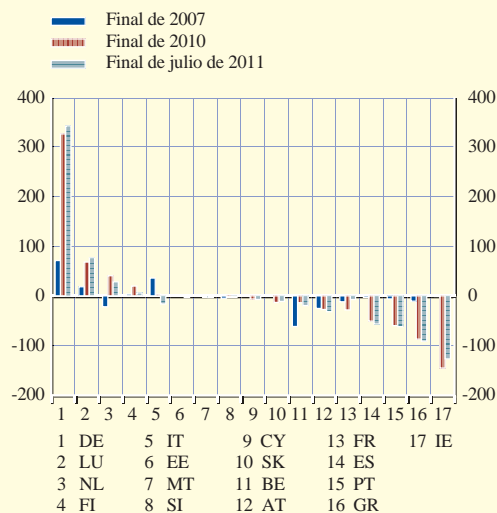
Como consecuencia de la crisis financiera, los sectores bancarios de esos países ya no obtienen financiación privada en cantidades suficientes para compensar sus salidas de pagos. El acceso al mercado monetario interbancario se ha visto dificultado y los préstamos transfronterizos a esos países se han congelado, mientras que los préstamos recibidos anteriormente deben reembolsarse. Además, las tensiones de financiación de las entidades de crédito se están viendo acentuadas por retiradas de capital del sector privado. Los consiguientes flujos netos de salida de pagos liquidados en dinero de banco central hacen que, en términos acumulados, los respectivos BCN registren pasivos en TARGET2. Al mismo tiempo, los BCN de los países que son receptores netos de estos flujos de pagos contabilizan activos en TARGET2.

La relación entre los saldos en TARGET2 y la provisión de liquidez realizada por el banco central

La crisis financiera ha provocado cambios en el patrón de flujos de pagos privados en la zona del euro⁶ y, simultáneamente, en el patrón de provisión de liquidez realizada por los BCN.

Gráfico A Saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro

(mm de euros)



Fuente: BCN.

5 Véanse los informes anuales y las estadísticas de los balances de los BCN. Por ejemplo, el saldo del Deutsche Bundesbank en TARGET2 se publica en la serie mensual «EU8148». No existe una base de datos única que agrupe los saldos de todos los BCN en TARGET2, pero se puede calcular una aproximación a partir de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI como la suma de las series mensuales sobre «activos netos frente al Eurosistema» menos la diferencia entre el «efectivo emitido» (que representa la participación de un BCN en la emisión de billetes basada en su participación en el capital del BCE) y el «efectivo puesto en circulación» (que es la cantidad real de billetes emitidos por un BCN). Por ejemplo, esta diferencia es estructuralmente negativa para Alemania y positiva para Francia.

6 Este cambio se produjo fundamentalmente en la zona del euro; los saldos de las cuentas corriente y financiera de la zona se han mantenido prácticamente sin variación. Véanse también el recuadro 6, titulado «Evolución de la balanza de pagos de la zona del euro hasta marzo de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2011, y la sección 7 de las «Estadísticas de la zona del euro» del *Boletín Mensual*.

Las comunidades bancarias que registran flujos netos de salida de pagos liquidados en dinero de banco central necesitan más liquidez de la habitual de este tipo de dinero. Sus BCN proporcionan liquidez (ya sea en forma de operaciones de crédito, como se muestra en el gráfico B, o en forma de adquisiciones de activos) a las entidades de crédito por importes superiores a los que normalmente necesitan para cubrir sus necesidades. Los balances de esos BCN muestran un incremento de la liquidez proporcionada a través de las operaciones de crédito del Eurosistema en TARGET2 frente al BCE, tanto en el lado del activo como en el del pasivo (véase el panel izquierdo del gráfico C). El volumen total de las operaciones de crédito del Eurosistema se ha incrementado durante la crisis financiera (véase gráfico B), y las entidades de crédito con mayores

necesidades de liquidez han aumentado su participación en estas operaciones. La distribución de liquidez en el Eurosistema aporta estabilidad, ya que permite que entidades financieramente solventes, incluso las de países sometidos a tensiones financieras, cubran sus necesidades de liquidez, contribuyendo con ello a que las decisiones relativas a los tipos de interés del BCE se transmitan de manera eficaz a la economía de la zona del euro, con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

Un saldo positivo en TARGET2 no significa que haya restricciones en la oferta de crédito a la economía respectiva, sino que es una señal de disponibilidad de abundante liquidez para el sector bancario

Aunque existe un vínculo entre los saldos en TARGET2 y la distribución de liquidez en dinero de banco central en los distintos BCN de la zona del euro, este vínculo no tiene consecuencias adversas para la concesión de crédito a los hogares y a las empresas en determinados países. Sería erróneo creer que los pasivos en TARGET2 resultantes de la provisión de volúmenes de liquidez relativamente abundantes a las entidades de crédito de algunos países tienen un impacto negativo sobre el crédito bancario en otros países. Más bien, las entidades de crédito de los países en los que el BCN registra un saldo positivo en TARGET2 (véase el panel central del gráfico C) tienden a ser receptoras de flujos de pagos transfronterizos de otros países. Las entidades de crédito de esos países necesitan menos liquidez proporcionada por el banco central de la que sería necesaria en otras circunstancias para seguir otorgando préstamos a los hogares y a las empresas de sus economías⁷. Otra evidencia de que, por sí misma, la reducción de la provisión de liquidez por parte de algunos BCN no provoca una contracción del crédito bancario se desprende del hecho de que, actualmente, las entidades de crédito de la zona del euro disponen de acceso ilimitado a la liquidez del banco central, previa aportación de activos de garantía adecuados, en condiciones favorables. Y, ciertamente, las entidades de crédito registran un superávit de liquidez, como puede apreciarse en su recurso a la facilidad de depósito del BCE.

Gráfico B Provisión de liquidez en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a entidades de contrapartida de la zona del euro

(mm de euros; datos a fin de mes)



Fuente: BCE.

Nota: La última observación corresponde al final de septiembre de 2011.

7 De hecho, las entidades de crédito de esos países necesitaron relativamente más liquidez en dinero de banco central que la que les correspondería por la participación del respectivo BCN en el capital del BCE antes de la crisis financiera, porque esos países tenían una necesidad de billetes superior a la que se consideraba adecuada en esos momentos, de los que una parte fue a parar a otros países de la zona del euro o de fuera de la zona posteriormente. Esto generó pasivos intra-Eurosistema (que realmente no quedaron compensados con los saldos en TARGET2).

Gráfico C Balances simplificados de los BCN con saldos negativos, positivos y neutrales en TARGET2

BCN con saldo negativo en TARGET2		BCN con saldo positivo en TARGET2		BCN con saldo neutral en TARGET2	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Operaciones de crédito	Billetes	Operaciones de crédito	Billetes	Operaciones de crédito	Billetes
	CC y depósitos		CC y depósitos		CC y depósitos
Otros (incluidos activos financieros)	Pasivo en TARGET2	Otros (incluidos activos financieros)	Activo en TARGET2	Otros (incluidos activos financieros)	Otros
	Otros		Otros		

Fuente: BCE.

Notas: Se trata de representaciones simplificadas de los balances de los BCN y no reflejan los datos reales.

En el activo, la categoría «Otros» incluye, en particular, activos financieros, reservas de oro y posibles activos intra-Eurosistema asociados a un volumen de emisión proporcionalmente inferior de billetes en relación con la participación de los BCN en el capital del BCE.

En el pasivo, «billetes» incluye billetes en circulación (en proporción a la participación de los BCN en el capital del BCE). La categoría «CC y depósitos» corresponde a las tenencias de liquidez de las entidades de crédito en su BCN respectivo, básicamente con el fin de cumplir con las exigencias de reservas mínimas, así como los depósitos de las entidades en la facilidad de depósito y la liquidez que mantienen en forma de depósitos a plazo fijo. La categoría «Otros» incluye: capital y reservas, provisiones y cuentas de revalorización, otros pasivos (incluidos los de residentes en la zona del euro como depósitos de las Administraciones Públicas, y pasivos intra-Eurosistema relacionados con una emisión de billetes proporcionalmente superior a lo que correspondería por la participación de los BCN en el capital de BCE, que solo es considerable en el panel central).

La relación entre los saldos en TARGET2 y las necesidades de financiación de las entidades de crédito en los distintos países es imperfecta

Al igual que sucede con la distribución de liquidez de banco central y la emisión de billetes en los BCN de la zona del euro, los saldos en TARGET2 de los BCN no necesariamente reflejan la realidad económica de las necesidades de financiación de las entidades de crédito de los distintos países. La distribución de liquidez por los BCN en los países de la zona está relacionada, solo en cierta medida, con las necesidades internas de liquidez de sus sectores bancarios. Esto es una consecuencia de la innovación financiera y de la UEM, que hacen que esté desapareciendo la distinción entre operaciones nacionales y transfronterizas. De igual modo, el hecho de que los saldos de los BCN en TARGET2 no necesariamente reflejen la realidad económica asociada a los pagos netos transfronterizos en la zona del euro se debe a tres razones principales.

En primer lugar, en ocasiones, la ubicación geográfica de una entidad de crédito emisora/beneficiaria de los pagos está más relacionada con su organización interna que con realidades económicas. Concretamente, los grupos bancarios con presencia en varios países pueden obtener financiación de manera descentralizada, y al mismo tiempo han centralizado de modo creciente su gestión de la liquidez. Por ejemplo, un grupo bancario puede financiarse en un BCN de otro país de la zona del euro a través de una filial. Esto genera un activo en TARGET2 en el BCN del país en el que la matriz es residente y un pasivo en TARGET2 en el BCN del país en el que la filial es residente. Al mismo tiempo, un pago efectuado, por ejemplo, por una entidad de crédito francesa (que tenga una cuenta en TARGET2 en la Banque de France) a su filial alemana (que tenga una cuenta en TARGET2 en el Bundesbank) que necesite realizar una operación nacional en Alemania se registrará en los saldos en TARGET2 de los BCN de los dos países como un flujo de pago de Francia a Alemania. En segundo lugar, algunos pagos transfronterizos no se liquidan en dinero de banco central y, por tanto, no se contabilizan en los saldos en TARGET2⁸, como es el caso de: i) los flujos relacionados con los acuerdos de corresponsalía (en los que el pago se registra en la cuenta que un banco comercial mantiene en otro banco comercial), o ii) los sistemas que

⁸ Se puede suponer que el importe de los pagos liquidados en dinero de banco comercial (en lugar de dinero de banco central) haya disminuido durante la crisis financiera, habida cuenta de la disminución de la confianza en los agentes financieros. La liquidación en dinero de banco comercial se basa en la creencia de que, en última instancia, el agente podrá reembolsar su deuda en dinero de banco central.

pueden liquidar parte o la totalidad de sus operaciones en dinero de banco comercial, como los sistemas de liquidación de valores o de pagos al por menor (por ejemplo, para pagos al por menor efectuados a través de algunas redes de tarjetas de crédito). En tercer lugar, las operaciones en euros en las que participan entidades de países no pertenecientes a la zona del euro (como el Reino Unido) cuyos BCN no están conectados a TARGET2 pueden liquidarse utilizando este sistema de pago a través de cuentas abiertas en entidades que participan en TARGET2 en BCN de la zona (por ejemplo, el Bundesbank y el Nederlandsche Bank), lo que afecta a los saldos en TARGET2 de estos BCN de la zona del euro.

Pese a esto, sigue existiendo una relación general, aunque imperfecta, entre la pérdida de acceso al mercado, la mayor necesidad de financiación en dinero de banco central y el aumento de los pasivos en TARGET2 en países sometidos a tensiones financieras.

Los saldos en TARGET2 son una característica normal de la Unión Monetaria

Los saldos en TARGET2 de los BCN de la zona del euro reflejan la distribución desigual de la liquidez proporcionada por el banco central en el Eurosistema. Como no puede haber un límite máximo en cuanto al importe de los flujos de pagos en un área monetaria única, tampoco puede haberlo en los saldos de los BCN en TARGET2. Limitar el importe de los saldos en TARGET2 sería incompatible con el concepto de unión monetaria. De igual modo, en Estados Unidos no existen límites a los flujos de pagos en el área monetaria formada por los doce distritos de la Reserva Federal. Los saldos entre distritos tienen su origen en estos flujos de pagos, que tienen las mismas limitaciones que los saldos del Eurosistema en TARGET2. El mecanismo utilizado en Estados Unidos para reajustar los saldos entre distritos una vez al año no influye en los flujos de pagos transfronterizos, y fundamentalmente conduce al ajuste de la clave utilizada en la asignación de beneficios y pérdidas del Sistema de la Reserva Federal a los doce bancos que integran la Reserva⁹.

En la UEM, un activo en TARGET2 no refleja, por sí mismo, la exposición del BCN en cuestión al riesgo financiero. La exposición al riesgo de los bancos centrales que integran el Eurosistema (es decir, los BCN y el BCE) está relacionada con las propias operaciones de política monetaria, no con los saldos en TARGET2. Como siempre, un banco central afronta un riesgo de contraparte al aplicar la política monetaria. El riesgo asociado a la provisión de liquidez por parte del banco central como parte de la ejecución de la política monetaria queda mitigado mediante un sistema de gestión de riesgos¹⁰. El sistema de activos de garantía del Eurosistema se basa en una lista pública de valores que cumplen los criterios de admisión pertinentes, junto con medidas de control de riesgos. En particular, los valores pignorados como garantía se valoran diariamente a precios de mercado (si están disponibles) o utilizando métodos de valoración conservadores, aplicándose también recortes en la valoración. El riesgo residual vinculado a la provisión de liquidez por parte del banco central que puede generarse pese a la aplicación de medidas de control de riesgos se distribuye, por norma general, entre los BCN del Eurosistema en función de sus respectivas participaciones en el capital del BCE, y no está relacionado con las posiciones de los bancos centrales individuales en TARGET2.

9 Como consecuencia de los flujos de pagos entre los distritos de la Reserva Federal, de forma natural se generan superávits o déficits en los saldos entre distritos. Estos saldos se depositan en las cuentas utilizadas para la liquidación entre distritos (*Interdistrict Settlement Accounts*), que se liquidan una vez al año, en abril (las series de datos están disponibles en: <http://alfred.stlouis.org>). La liquidación anual se basa en la media de los saldos entre distritos de cada banco de la Reserva Federal durante los doce meses anteriores (de abril a marzo), de modo que, generalmente, los saldos no vuelven a ser iguales a cero. La liquidación consiste principalmente en ajustar las participaciones relativas de los doce bancos de la Reserva Federal en las tenencias de valores en la Cuenta del Sistema de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Véase también el informe del Comité de Gobernadores de la Reserva Federal, *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, Section 40.40 SOMA Participation, Revision Set 50, diciembre de 2010.

10 Véase el capítulo 6 de la publicación titulada *Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema*, BCE, febrero de 2011. Las modificaciones de este documento están publicadas en el sitio web del BCE.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En septiembre y a principios de octubre, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentaron un descenso, al igual que los de la deuda pública de Estados Unidos. Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro y la persistencia de sorpresas negativas provocadas por el empeoramiento de los indicadores económicos en muchos países siguieron afectando al clima de los mercados. En Estados Unidos, el anuncio de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ampliaría el vencimiento medio de sus carteras de valores del Tesoro redujo la presión sobre los rendimientos a largo plazo. La incertidumbre acerca de la evolución futura de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, aumentó ligeramente. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro continuaron ampliándose en la mayoría de los países. Al mismo tiempo, las tasas de inflación implícitas a largo plazo disminuyeron considerablemente en un entorno de desplazamientos de cartera hacia activos más seguros en los mercados de bonos nominales. A su vez, el descenso de los tipos swap indicados a la inflación es consecuencia fundamental de la reducción de las primas de riesgo de inflación. En general, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados permanecen firmemente ancladas.

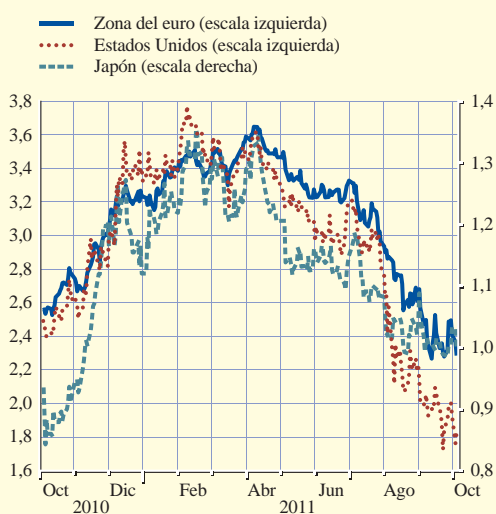
Entre finales de agosto y el 5 de octubre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujo 27 puntos básicos, hasta situarse en el 2,4 % al final del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo disminuyó algo más (34 puntos básicos) y el 5 de octubre se situó en el 1,9 % (véase gráfico 13). Por consiguiente, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la zona del euro aumentó ligeramente durante el período analizado. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años experimentó un descenso de 6 puntos básicos durante el período considerado, situándose en el 1 % el 5 de octubre.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se incrementó ligeramente durante el período analizado, como consecuencia de las continuas tensiones en varios mercados de deuda soberana de la zona. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se situó en un nivel superior al observado en mayo de 2010, aunque la incertidumbre en estos mercados se ha reducido levemente desde el máximo registrado a mediados de agosto de 2011. El nivel de volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos fue muy inferior al de la zona del euro.

La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos fue resultado tanto de la

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Thomson Reuters.

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

preocupación acerca de la crisis de la deuda soberana como de la persistencia de sorpresas negativas provocadas por el empeoramiento de los indicadores económicos en muchos países, que tuvieron como consecuencia revisiones a la baja de las perspectivas económicas. Además, las expectativas y, posteriormente, el anuncio de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal ampliaría el vencimiento medio de sus carteras de valores del Tesoro redujo la presión sobre los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos. Tras este anuncio, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de este país cayeron temporalmente, situándose en torno al 1,7%. Durante este período, las tensiones relativas a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro continuaron siendo agudas y la aversión de los inversores al riesgo se mantuvo en niveles elevados (véase también el recuadro 5, titulado «Participación del sector privado e implicaciones para la estabilidad financiera»). Por otra parte, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez, motivada por los desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, siguió siendo intensa y las primas de liquidez pagadas por los inversores por la deuda pública líquida se mantuvieron altas. En conjunto, la crisis de la deuda soberana y las sorpresas negativas procedentes de los indicadores económicos afectaron significativamente al clima de los mercados de deuda soberana y, en cierta medida, tuvieron también su reflejo en los precios de las acciones y de los valores de renta fija privada.

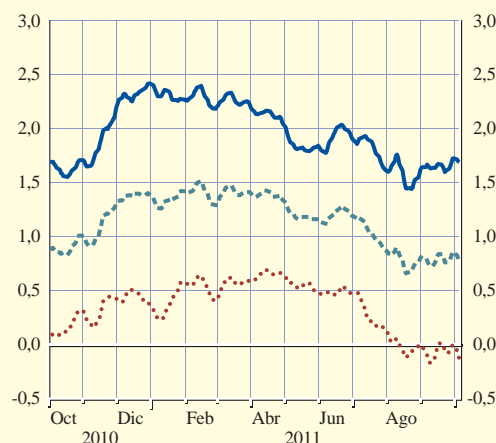
Durante el período analizado, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro frente a Alemania se ampliaron en la mayoría de los países de la zona. Al mismo tiempo, la demanda de deuda pública de alta calificación y liquidez continuó reduciendo los rendimientos de los bonos soberanos alemanes. Esta evolución estuvo determinada, principalmente, por la complejidad del programa de negociaciones con Grecia y por la incertidumbre acerca de la manera y el momento oportuno para prestar apoyo adicional a este país. Además, dos agencias de calificación crediticia rebajaron la calificación de la deuda italiana, y los temores de que la crisis se propagara a otros países de la zona del euro siguieron afectando al clima de los mercados. De hecho, en algunos días del período de referencia, los diferenciales de la deuda soberana de Italia volvieron a aproximarse a los niveles observados en agosto, antes de que el BCE decidiera reactivar el Programa para los Mercados de Valores.

El rendimiento de los bonos a cinco y a diez años indicidos a la inflación de la zona del euro se redujo ligeramente durante el período analizado (véase gráfico 14). El 5 de octubre, el rendimiento real a cinco y a diez años era del -0,1% y del 0,8%, respectivamente. En el mismo período, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron 41 puntos básicos, hasta situarse en el 1,7% el 5 de octubre (véase gráfico 15). Los correspondientes tipos *swap* indicidos a la inflación también se redujeron —25 puntos básicos— situándose en el 1,9% en la misma fecha. Las tasas de inflación implícitas fueron volátiles durante el último mes, como consecuencia de la elevada volatilidad de

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

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

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



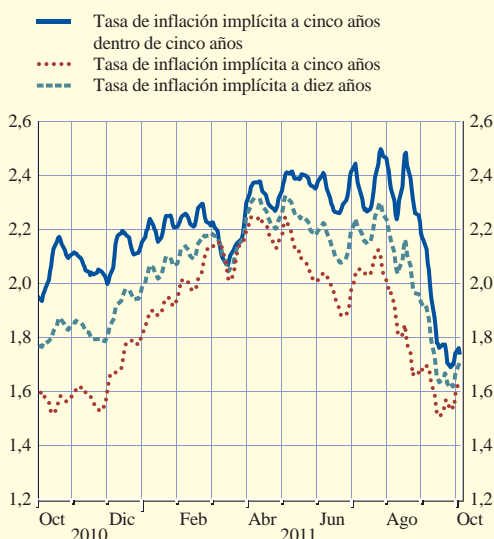
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

los rendimientos nominales y reales de los bonos, en un entorno de tensiones en los mercados y de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros. Por tanto, las expectativas de inflación obtenidas de los mercados de renta fija han sido más volátiles que las basadas en las señales recibidas de los mercados de *swaps* indicados a la inflación. El reciente descenso de las tasas de inflación implícitas a plazo puede atribuirse, principalmente, al hecho de que la elevada demanda por parte de los inversores redujo los rendimientos de los bonos nominales y a la disminución de las primas de riesgo de inflación. A su vez, la caída de los tipos *swap* indicados a la inflación es reflejo, sobre todo, de la reducción de las primas de riesgo de inflación. En conjunto, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando firmemente ancladas.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de agosto, la estructura temporal de los tipos de interés a corto plazo se desplazó a la baja para todos los plazos. En horizontes superiores a seis años, los tipos de interés a corto plazo se redujeron en torno a 40 puntos básicos. Esta evolución fue atribuible a los ajustes de las expectativas de rendimientos y de las primas de riesgo, en un contexto de deterioro e incertidumbre acerca de las perspectivas para la actividad económica mundial, así como al efecto de la revisión a la baja de la trayectoria esperada de los tipos de interés a corto plazo.

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

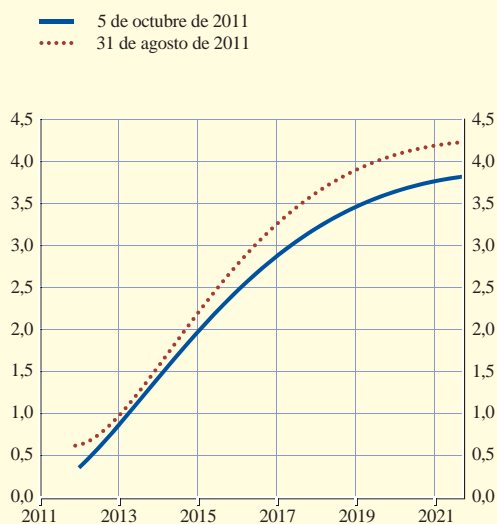
(porcentajes; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

(porcentajes; datos diarios)



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

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

Durante el período considerado, los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente sin variación, salvo en el caso de las categorías de calificación crediticia más baja, donde los diferenciales volvieron a aumentar. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión y calificación más baja emitidos por las instituciones financieras se incrementaron considerablemente, mientras que los correspondientes a las calificaciones más elevadas apenas se modificaron. Esta evolución fue consecuencia de la mayor sensibilidad de algunos segmentos del sector bancario a las actuales turbulencias, así como de la aversión de los inversores al riesgo. No obstante, en todas las categorías de calificación, el rendimiento de la renta fija privada emitida por las instituciones financieras siguió siendo significativamente inferior al registrado durante el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers.

Recuadro 5

PARTICIPACIÓN DEL SECTOR PRIVADO Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La participación del sector privado¹, que se ha utilizado ocasionalmente en el pasado para resolver las crisis de deuda soberana, tenía por objeto ayudar a que los prestatarios soberanos recuperaran la sostenibilidad fiscal con más rapidez de lo que habría sido posible de otro modo, y se consideraba, en general, una medida para que se compartiera la carga entre los sectores público y privado. Los inversores que han financiado a países que carecen de responsabilidad fiscal deben asumir las consecuencias de sus decisiones. Además, podría reducirse la necesidad de ayuda financiera oficial

No obstante, en este recuadro se argumenta que las experiencias anteriores con la participación del sector privado en países que no formaban parte de una unión monetaria no son comparables y que, por tanto, no suponen una guía fiable. En una unión monetaria, los mercados financieros están muy integrados, y el impacto económico negativo de dicha participación es, por consiguiente, mucho más significativo. La participación del sector privado en un país miembro puede poner en peligro la estabilidad financiera del área monetaria en su conjunto.

En primer lugar, es previsible que la participación del sector privado tenga efectos negativos directos en el sector bancario de la zona del euro. Si bien es cierto que dicha participación impondrá tensiones significativas en la solvencia de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras privadas del país en cuestión, también afectará al balance de los bancos en otros países de la zona del euro, debido a las tenencias de deuda soberana a escala transfronteriza, las participaciones cruzadas, la financiación o las filiales. Este hecho podría requerir la recapitalización de las entidades de crédito a gran escala.

En segundo lugar, el contagio entre países de la zona del euro puede ocurrir a través de los efectos sobre la confianza. Si la participación del sector privado en un país miembro provoca un aumento inmediato de la aversión al riesgo de los participantes en los mercados financieros, el acceso a los mercados por parte de los demás países miembros puede verse obstaculizado, lo que puede suceder incluso sin que se produzcan cambios en las variables económicas fundamentales de los demás Estados miembros con respecto a la situación existente antes de que se recurriera a la participación del sector privado.

1 Se entiende habitualmente que el concepto «participación del sector privado» se refiere a las medidas orientadas a la asunción de pérdidas por parte de los inversores privados en el contexto de la resolución de una crisis de deuda soberana. Las medidas pueden incluir el reesalonamiento/cambio de características de los contratos y la reestructuración. En general, es de carácter voluntario y resultado de la colaboración entre los prestatarios y los prestamistas. Para más detalles, véase *The IMF and the Private Sector*, Factsheet, FMI, Washington, D.C., agosto de 2001.

Es probable que estos dos canales de contagio se refuercen mutuamente. La recapitalización bancaria puede que tenga que ser asumida, en parte, por el sector público, lo que afectaría a la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ejercer una presión adicional sobre las finanzas públicas de los países de la zona del euro que ya se encuentran en una situación vulnerable podría provocar la rebaja de la calificación crediticia de esos países, lo que, a su vez, agudizaría los problemas de las entidades de crédito para financiarse. Ello debilitaría más aún las perspectivas del sistema bancario e incrementaría las necesidades de recapitalización de las instituciones financieras.

La participación del sector privado también podría dañar la reputación de la moneda única a escala internacional, aumentando, posiblemente, la volatilidad en los mercados de divisas. Concretamente, los inversores internacionales públicos y privados pueden mostrar cierta cautela a la hora de invertir una gran proporción de su riqueza en activos denominados en la moneda de países que no respetan plenamente sus obligaciones y que pueden estar dispuestos «ex ante» a depender de esta participación en algunas circunstancias.

Además, las implicaciones a largo plazo de la participación del sector privado, especialmente para la prevención de las crisis de deuda soberana en una unión monetaria, no están claras. Por una parte, esta participación pretende tener un efecto beneficioso a largo plazo mediante el fortalecimiento de la disciplina de mercado². Los acreedores tendrían incentivos para hacer un seguimiento estrecho de la sostenibilidad de las finanzas públicas de un país y aplicar primas de riesgo acordes, lo que constituye un importante mecanismo para ejercer un efecto disciplinario sobre un país. Por otra parte, la participación del sector privado podría agravar el riesgo moral del prestatario. Si un país sabe que no tiene que respetar plenamente sus obligaciones contractuales y que puede, en su lugar, reestructurar su deuda, podría verse tentado a acumular niveles de deuda excesivos. Es probable que el fortalecimiento de la disciplina de mercado a través de mayores primas de riesgo no sea suficiente para contrarrestar el debilitamiento de los incentivos de los países.

En este contexto, el BCE se ha pronunciado fuertemente en contra de todos los conceptos que no sean puramente voluntarios o que contengan elementos de imposición, y ha pedido que se evite cualquier evento de crédito, impago selectivo o impago³. Todos los Gobiernos de la zona del euro tienen que demostrar su firme determinación de respetar plenamente sus obligaciones soberanas, lo que constituye un elemento fundamental para lograr la estabilidad financiera en la zona del euro en su conjunto. Los riesgos que implica la participación del sector privado subrayan la importancia de establecer una estricta gobernanza en una unión monetaria para garantizar en todo momento una situación presupuestaria sólida en todos los países miembros. También ponen de manifiesto la necesidad de contar con un mecanismo de resolución de crisis eficaz a escala europea —la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y, desde mediados de 2013, el Mecanismo de Estabilidad Europea— para que pueda proporcionarse eficazmente asistencia financiera, supeditada a condiciones estrictas, en caso de que, en el futuro, un país de la zona del euro tenga problemas para obtener financiación en los mercados.

2 Este efecto beneficioso prevalece a menos que la participación del sector privado requiera de los acreedores incentivos financieros que superen el coste de la ayuda financiera en ausencia de dicha participación.

3 Véase, por ejemplo, el comunicado preliminar de Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, en una comparecencia celebrada el 30 de junio de 2011 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a las distintas categorías de depósitos y préstamos registraron una evolución dispar. No obstante, en términos históricos, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras siguen siendo reducidos a todos los plazos.

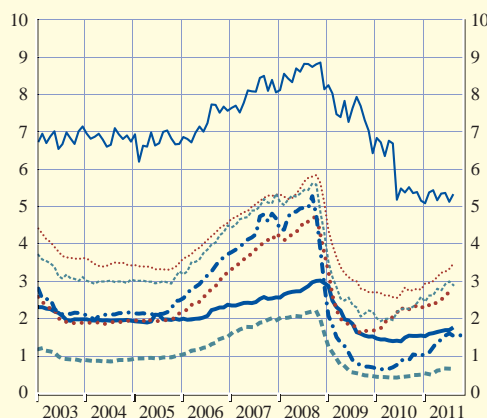
En agosto de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a las distintas categorías de depósitos y préstamos registraron una evolución dispar. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo de los hogares se incrementaron ligeramente unos 3 puntos básicos, en promedio, en comparación con el mes anterior, mientras que los correspondientes a los depósitos de las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente invariables (véase gráfico 17). En cambio, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares aumentaron de manera más acusada que en el mes precedente: 14 puntos básicos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y 20 puntos básicos en el del crédito al consumo. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras y de los hogares experimentaron un ascenso de 7 y 4 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos de hasta un millón de euros concebidos a las empresas no se modificaron en agosto de 2011, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial se redujeron 10 puntos básicos. Como el EURIBOR disminuyó 7 puntos básicos en agosto, el diferencial frente a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares se elevó, mientras que el diferencial con respecto a los de los préstamos por importes elevados otorgados a las sociedades no financieras se contrajo ligeramente (véase gráfico 18).

Desde una perspectiva de más largo plazo, durante el último ciclo de relajación de la política monetaria (entre octubre de 2008 y marzo de 2010) se produjo una transmisión significativa de las variaciones observadas en los tipos de interés de mercado a los aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. El aumento posterior que experimentó el EURIBOR a tres meses en el período comprendido entre abril de 2010 y julio de 2011 quedó reflejado, en cierta medida, en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las entidades de crédito a las sociedades no financieras, así como los otorgados a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que el tipo de interés del crédito a hogares para consumo se mantuvo, en general, estable (si no se tiene en cuenta la reclasificación estadística de junio de 2010).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

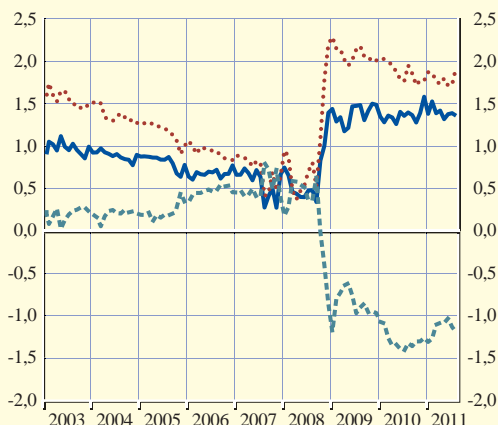
En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a los hogares evolucionaron de manera diferente a los concedidos a las sociedades no financieras (véase gráfico 19). Más concretamente, los tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial experimentaron un descenso de 7 puntos básicos en agosto, mientras que los del crédito al consumo a más de cinco años de fijación del tipo inicial prácticamente no registraron variaciones. Los tipos de interés de los préstamos a empresas de hasta un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial se redujeron 14 puntos básicos, hasta situarse en el 4,3%. No obstante, al mismo tiempo, los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros y con un plazo de vencimiento similar se incrementaron 25 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por debajo del 4%.

En agosto de 2011, los diferenciales entre los tipos de interés de todas las categorías de préstamos y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron. En particular, el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo para adquisición de vivienda concedidos a los hogares y el rendimiento de la deuda pública mencionada se incrementó 42 puntos básicos, hasta situarse ligeramente por debajo de 200 puntos básicos, debido principalmente a la acusada caída de los rendimientos de la deuda pública, mientras que los tipos de interés de los préstamos solo experimentaron un descenso

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

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

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



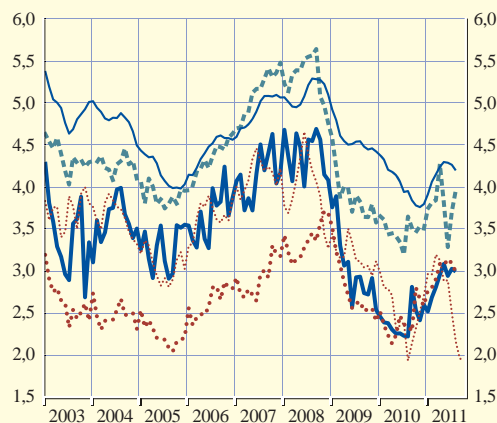
Fuente: BCE.

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

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

moderado. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial con respecto a los préstamos de más de un millón de euros se amplió considerablemente, situándose en 170 puntos básicos, mientras que el diferencial con respecto a los préstamos de hasta un millón de euros registró un ascenso más contenido, de 35 puntos básicos, hasta situarse en 156 puntos básicos.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros otorgados a las empresas han mostrado, en general, una transmisión algo incompleta y lenta, mientras que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este último sector han evolucionado, en general, de manera acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Sin embargo, en un contexto de agudas tensiones financieras y de fragmentación de los mercados de deuda soberana, es posible que las regularidades históricas observadas entre los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos y los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA se hayan debilitado ligeramente. Ciertamente, los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se incrementaron en julio y agosto, al mismo tiempo que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA descendieron de manera acusada.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

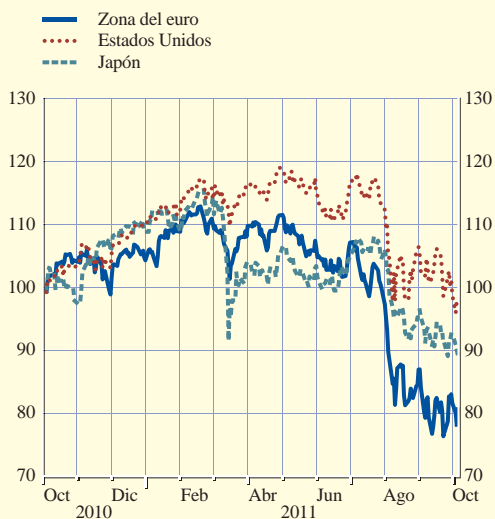
Durante el mes de septiembre y principios de octubre, las cotizaciones bursátiles retrocedieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, como consecuencia de las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, un importante factor de incertidumbre sobre todo en lo que respecta al sector financiero. Además, la continua debilidad de los indicadores económicos en muchos países, que dieron lugar a revisiones a la baja en las perspectivas económicas, siguieron influyendo en el clima de los mercados y ejercieron también presiones al alza sobre las primas de riesgo. La incertidumbre reinante en el mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, se acentuó a ambos lados del Atlántico y se sitúa ahora en niveles comparables con los observados en mayo de 2010, o ligeramente más altos.

Los precios de las acciones de la zona del euro y de Estados Unidos retrocedieron durante el período considerado. En general, las cotizaciones bursátiles de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, registraron un descenso del 6,9 % entre finales de agosto y el 5 de octubre. En Estados Unidos, se produjeron bajadas del 6,1 % en el índice Standard and Poor's 500 (véase gráfico 20), y en Japón las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, cayeron un 6,4 % en el mismo período.

La caída de las cotizaciones obedeció, principalmente, a las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana, que constituyeron un importante factor de incertidumbre, sobre todo en lo que respecta al sector financiero. Además, la continua debilidad de los indicadores económicos en muchos países, que dieron lugar a revisiones a la baja en las perspectivas económicas, siguieron influyendo en el clima de los mercados y ejercieron también presiones al alza sobre las primas de riesgo. En concreto, la mayoría de los datos publicados, especialmente en la zona del euro, siguieron siendo desalentadores para los mercados. Las cifras de beneficios empresariales mostraban que el crecimiento de los beneficios anuales por acción de las empresas de la zona del euro incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX se redujo hasta el 11 % en septiembre, frente al 19 % registrado en agosto, mientras que el crecimiento de los beneficios por acción dentro de doce meses esperado por los participantes en el mercado se mantuvo prácticamente sin cambios en el 10 %.

Gráfico 20 Índices bursátiles

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

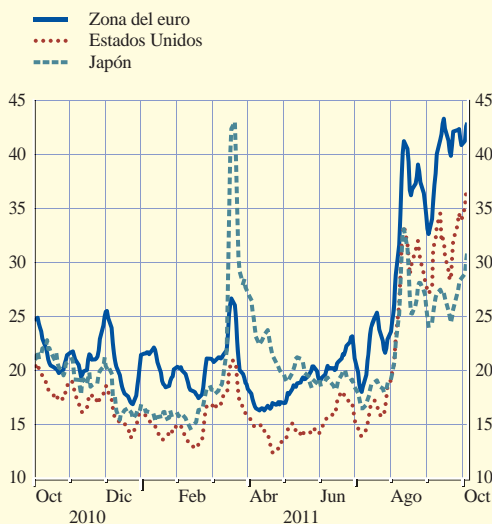


Fuentes: Thomson Reuters.

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

Gráfico 21 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre existente en el mercado bursátil, medida por la volatilidad implícita, se agudizó durante el período considerado (véase gráfico 21), como consecuencia del aumento de la aversión al riesgo, las sustanciales tensiones en distintos segmentos del mercado y la elevada incertidumbre acerca de las perspectivas económicas mundiales. El nivel de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable en el índice bursátil amplio de la zona del euro es actualmente parecido al observado en mayo de 2010, pero sigue por debajo del máximo histórico que se registró en octubre de 2008.

En general, los índices bursátiles de la zona del euro retrocedieron en la mayoría de los sectores durante septiembre y principios de octubre. Las cotizaciones del sector financiero registraron una fuerte caída por la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro y las tensiones en los mercados de financiación. Después de que el BCE anunciara que había decidido, en coordinación con la Reserva Federal, el Bank of England, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza, ofrecer liquidez a tres meses en dólares estadounidenses hasta final de año, las cotizaciones del sector financiero se recuperaron significativamente de manera temporal. Sin embargo, el 5 de octubre dichas cotizaciones se situaron un 8,5 % por debajo del nivel observado a finales de agosto. Las cotizaciones de los sectores industrial, de materias primas y de bienes de consumo tuvieron un comportamiento peor que las de otros sectores. En Estados Unidos, las cotizaciones de las materias primas, del petróleo y el gas, del sector financiero y de la industria tampoco tuvieron un buen comportamiento.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3 % en septiembre de 2011, frente al 2,5 % de agosto. Las tasas de inflación han permanecido en niveles elevados desde finales del año pasado, debido principalmente a las subidas de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que estas tasas se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses, pero que disminuyan posteriormente. Este patrón es reflejo de las expectativas de crecimiento relativamente estable de los salarios, en un contexto de crecimiento económico moderado. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo continúan estando, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 3 % en septiembre de 2011, frente al 2,5 % de julio y agosto (véase cuadro 5). La tasa de variación interanual fue mucho más elevada de lo esperado. Aunque todavía no se dispone de una desagregación detallada de los principales componentes de la inflación medida por el IAPC, los datos del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, que proporcionan una indicación de la evolución de aproximadamente la mitad del componente energético del IAPC, muestran que los precios de consumo de los combustibles para transporte y del gasóleo para calefacción aumentaron ligeramente en septiembre, en comparación con el mes precedente. En el recuadro 6 se ofrecen más detalles sobre las implicaciones de las presiones inflacionistas externas para la inflación de la zona del euro.

En agosto, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la tasa de crecimiento interanual del componente energético del IAPC permaneció en el 11,8 %, sin cambios con respecto al mes precedente, y las tasas de variación interanual de los principales subcomponentes también se mantuvieron, en general, estables. Esta evolución se debió a la eliminación de un efecto de base al alza de la comparación interanual y a un ligero descenso intermensual de los precios de la energía resultante de la disminución de los precios del petróleo (expresados en euros) entre julio y agosto.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados se redujo por tercer mes consecutivo, hasta situarse en el 1,1 % en agosto, impulsada por la disminución registrada, en términos interanuales, en los precios de las legumbres y hortalizas y de la fruta. Al mismo tiempo, los precios de

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

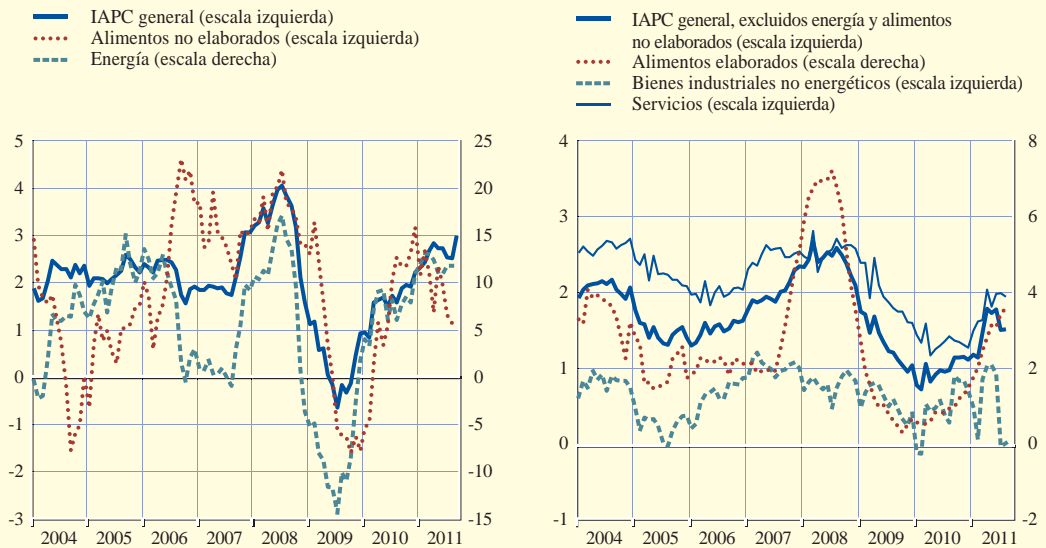
	2009	2010	2011 Abr	2011 May	2011 Jun	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	0,3	1,6	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5	3,0
Energía	-8,1	7,4	12,5	11,1	10,9	11,8	11,8	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,3	1,4	2,4	2,0	1,3	1,1	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	2,8	3,2	3,1	3,4	3,6	.
Bienes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

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

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

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

la carne subieron en comparación con los de julio. No obstante, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados aumentó de nuevo, hasta el 3,6%. Esta tasa ha sido la más elevada desde noviembre de 2008 y fue consecuencia del incremento de las tasas de variación interanual de los precios de varios subcomponentes, como el pan y los cereales, así como de los aceites y las grasas. La tasa de variación interanual de los precios del tabaco se elevó por segundo mes consecutivo, tras haber seguido una tendencia a la baja en el primer semestre del año.

Recuadro 6

IMPLICACIONES DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EXTERNAS PARA LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO MEDIDA POR EL IAPC

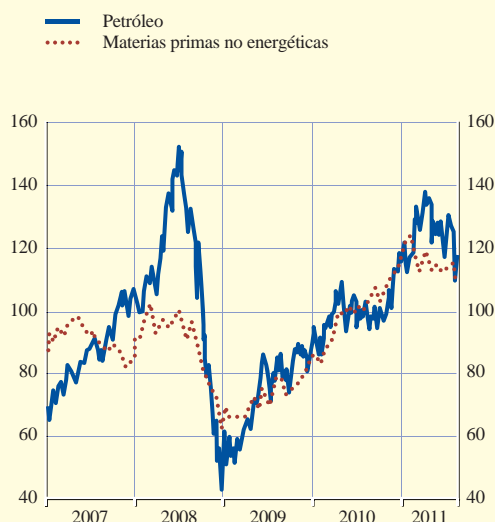
Hasta principios de 2011, las subidas de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas provocaron un aumento de las presiones inflacionistas tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En determinadas economías emergentes, estas presiones se sumaron a las presiones inflacionistas internas generadas en un entorno de intenso crecimiento económico. En este contexto, en este recuadro se analiza de qué forma la intensificación de las presiones inflacionistas externas afectó a la inflación de la zona del euro.

Evolución de la inflación mundial

Entre principios de 2009 y comienzos de 2011 se produjo un repunte generalizado de los precios del petróleo y de otras materias primas, como los alimentos. Medidos en euros, los precios de las materias primas volvieron a situarse en los elevados niveles observados durante el pico de inflación de 2008,

Gráfico A Precios del petróleo y de las materias primas no energéticas

(datos diarios en euros; índice 2010 = 100)

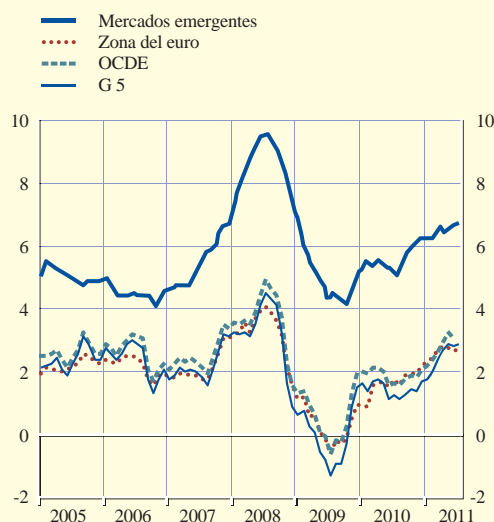


Fuente: HWWI.

Nota: La última observación corresponde al 19 de agosto de 2011.

Gráfico B Tasas de inflación general

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: OCDE, Haver Analytics y cálculos de expertos del BCE.
Nota: El agregado del G 5 es una media ponderada de las tasas de inflación de la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Canadá, utilizando el PIB ponderado por la PPA. El agregado de las economías emergentes incluye a Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela, China, Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia, Vietnam, Ucrania, Rusia, Egipto, Israel, Nigeria, Sudáfrica, Turquía y Arabia Saudí. Las ponderaciones se basan en ponderaciones del PIB nominal (obtenidas de las bases de datos de Perspectivas de la Economía Mundial del FMI).

superándolos incluso en algunos casos (véase gráfico A), lo cual impulsó al alza la inflación general de las economías avanzadas y emergentes (véase gráfico B). Sin embargo, esta subida fue más pronunciada en las economías emergentes, debido a que las materias primas, en particular los alimentos, representan una proporción mayor del gasto en consumo. A su vez, dado que estas economías son importantes consumidoras de materias primas, el fuerte crecimiento de su actividad en los tres últimos años provocó un ascenso de los precios de estas materias.

Transmisión a la inflación de la zona del euro medida por el IAPC

Las crecientes presiones inflacionistas externas pueden propagarse a la inflación de la zona del euro por diferentes canales. En primer lugar, estas presiones pueden canalizarse a través de los precios mundiales de las materias primas, que influyen directamente en determinados componentes de los precios de consumo, como la energía y los alimentos. Los precios mundiales de las materias primas tienden a subir cuando se incrementa la demanda de materias primas en un entorno de intensa actividad mundial y de abundancia de liquidez.

En segundo lugar, pueden transmitirse a través de los precios de importación, ya que, cuando los bienes manufacturados son más caros en un país exportador, provocan una subida de los precios de importación en el país receptor. A este respecto, los precios de importación de bienes manufacturados en la

zona del euro (medidos en euros) se elevaron de forma acusada a partir de principios de 2010 (véase gráfico C). El hecho de que se incrementaran en mayor medida que durante el pico de inflación de 2008 es reflejo, en parte, del impacto amortiguador de la apreciación del euro en ese momento. Las subidas de los precios en los países exportadores suelen responder a aumentos de los precios mundiales de las materias primas o a presiones inflacionistas internas derivadas, por ejemplo, de los salarios. En teoría, los tipos de cambio flotantes deberían impedir que las perturbaciones inflacionistas se propagaran entre países, pero, en la práctica, es posible que este mecanismo de ajuste no funcione correctamente. En tercer lugar, pueden producirse contagios más indirectos si, en los mercados integrados a escala internacional, la inflación del resto del mundo influye en el proceso interno de fijación de precios y salarios a través de efectos de segunda vuelta.

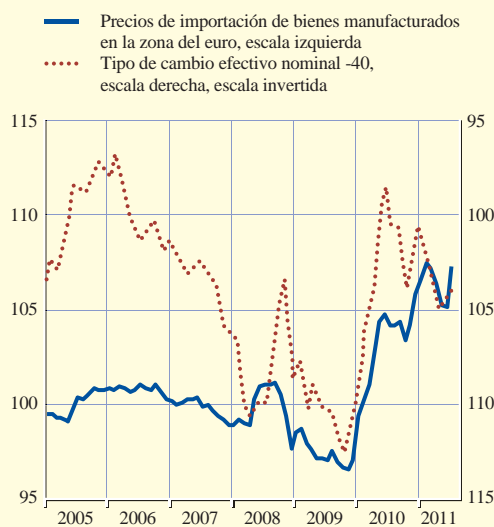
Descomposición de los efectos de contagio basada en modelos

La medida en la que la inflación de la zona del euro puede verse afectada por la evolución de la inflación mundial a través de los canales citados anteriormente es una cuestión empírica¹. En este recuadro se utiliza un modelo de vectores autorregresivos (VAR) para analizar las series temporales y calibrar la importancia relativa de las perturbaciones responsables de los efectos de contagio a través de diversos canales. En particular, el modelo contempla la posibilidad de que la inflación de la zona del euro se vea afectada por los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas, por los precios de importación y, con carácter más general, por los precios de consumo mundiales. Se incluyen algunas variables de control, como el producto, los tipos de interés y los tipos de cambio, para recoger factores internos y globales que, como la actividad de la zona del euro y los tipos de interés, pueden tener una influencia directa en la inflación de la zona del euro o, como los tipos de cambio y la actividad mundial, influyen a través de la evolución de los precios mundiales. En el modelo VAR cada variable se considera endógena².

- 1 Véanse, por ejemplo, M. Ciccarelli y B. Mojon, «Global Inflation», *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, 2010, pp. 524-535; L. Ball, «Has Globalization Changed Inflation?», *NBER Working Paper*, n.º 12687, noviembre de 2006; y A. Calza, «Globalisation, domestic inflation and global output gaps: Evidence from the euro area», *International Finance*, vol. 12, n.º 3, 2008, pp. 301-320. Ciccarelli y Mojon consideran que existe evidencia concluyente de que la inflación es un fenómeno global, mientras que Ball y Calza consideran que dominan los factores internos.
- 2 Formalmente, el modelo es una extensión del utilizado por Ciccarelli y Mojon, es decir, un modelo VAR con una constante, cuatro retardos y las variables siguientes: una medida de los precios mundiales, los precios del petróleo en dólares estadounidenses, los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses, un índice de precios de importación de bienes manufacturados en la zona del euro en euros, una medida de la actividad mundial, el PIB real de la zona del euro, el IAPC de la zona del euro, el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el de los bonos a tres meses, y el tipo de cambio bilateral entre la zona del euro y Estados Unidos. En el modelo, los precios mundiales se miden según el índice de la OCDE que figura en el gráfico B. La actividad mundial se mide según el indicador de la OCDE del comercio mundial de bienes y servicios. El modelo VAR se estima utilizando datos trimestrales para el período comprendido entre el primer trimestre de 1989 y el segundo trimestre de 2011. Las variables de actividad y precios se incorporan en el modelo en forma de tasas de crecimiento anual.

Gráfico C Precios de importación de bienes manufacturados en la zona del euro y tipo de cambio efectivo nominal

(datos mensuales; nivel del índice, 2005 = 100)



Fuente: Eurostat.

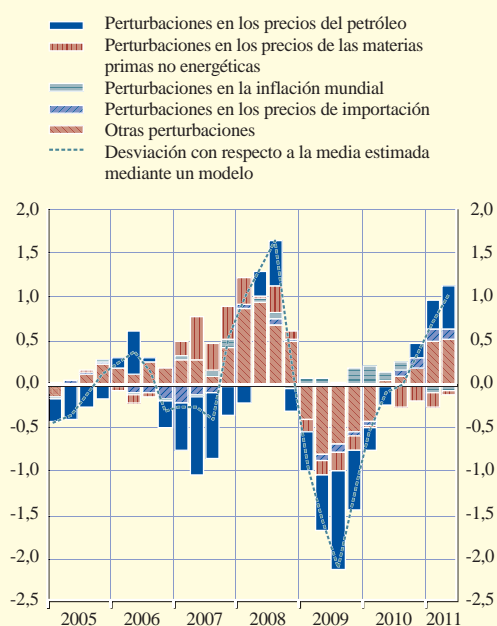
Nota: La última observación corresponde a julio de 2011 en el caso de los precios de importación, y a agosto de 2011 en el caso del tipo de cambio efectivo. Un aumento del tipo de cambio efectivo nominal equivale a una apreciación del euro en términos efectivos nominales.

El gráfico D muestra la contribución de las distintas perturbaciones a la desviación de la inflación medida por el IAPC con respecto a la media estimada del modelo, que es del 2%, aproximadamente³. Los resultados indican que las perturbaciones en los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas influyeron de forma relativamente destacada en la desviación de la inflación con respecto a su media. En cambio, las perturbaciones en los precios de importación y en la inflación mundial, que reflejan los contagios más indirectos procedentes de presiones inflacionistas externas, contribuyeron solo de forma ligera a la evolución de la inflación medida por el IAPC durante el período. Si se analiza el reciente repunte de la inflación, el impacto al alza de las perturbaciones en los precios del petróleo fue comparable al de 2008. Dado que la dimensión de las perturbaciones que afectaron a los precios del petróleo fue similar en los dos episodios, este resultado no sorprende. Por el contrario, el impacto de las perturbaciones en los precios de las materias primas no energéticas fue muy reducido, aunque, como en el caso de los precios del petróleo, el tamaño de las perturbaciones también fue equivalente al del pico de inflación anterior. Un motivo por el que el reciente aumento de la inflación fue menos pronunciado que durante el pico de 2008 es que el crecimiento relativamente contenido de los costes de otros factores, como los salarios, y las presiones competitivas para absorber los incrementos de los precios de las materias primas con una disminución de los márgenes ayudaron a frenar la transmisión. Además, el reciente ascenso de los precios de las materias primas estuvo impulsado por aumentos de los precios en una serie más limitada de materias primas, a diferencia de las subidas generalizadas de precios que se observaron hace tres años. En particular, dentro de los precios de las materias primas alimenticias, los precios de los lácteos se incrementaron significativamente menos que hace tres años, y estos precios suelen transmitirse a los precios de consumo de los alimentos con mayor facilidad que los precios de otras materias primas alimenticias.

Las perturbaciones en los precios de importación del sector manufacturero y en los precios de consumo mundiales explican únicamente una pequeña parte de la desviación de la inflación de la zona del euro con respecto a su media. En parte, ello es consecuencia del hecho de que la transmisión de los

Gráfico D Descomposición de las perturbaciones que influyeron en la desviación de la inflación anual de la zona del euro medida por el IAPC con respecto a la media estimada mediante un modelo

(datos trimestrales; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE.

3 La identificación de las perturbaciones se basa en una descomposición estándar de Cholesky y la ordenación asume que las variables externas son exógenas en relación con los factores internos. Dentro de los factores internos, se presupone que las variables reales no resultan afectadas contemporáneamente por ningún otro factor, que los factores nominales se ven afectados contemporáneamente solo por factores reales, y que los factores financieros se ven afectados contemporáneamente por factores reales y nominales. Los resultados se mantienen ante un cambio en la ordenación de los diversos factores. La descomposición de las perturbaciones en cada trimestre se realiza técnicamente utilizando el modelo VAR estimado para proyectar la tasa de inflación durante el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el segundo trimestre de 2011, y descomponiendo la diferencia entre el valor realizado y la proyección en la suma de las perturbaciones en todas las variables. Por construcción, todas las perturbaciones son ortogonales, de forma que cada componente mide cuál hubiera sido la tasa de inflación si las demás perturbaciones hubieran sido nulas, en vez de las registradas realmente.

precios de importación a los precios de venta finales se ve debilitada por factores internos, como los costes de comercialización y distribución, o el uso de bienes producidos internamente para refinar o complementar los bienes importados. Además, las presiones al alza sobre los precios de importación deben considerarse en el contexto de las continuas presiones a la baja sobre los precios de importación del sector manufacturero, como consecuencia del aumento a lo largo del tiempo de la proporción de importaciones a la zona del euro de bienes manufacturados procedentes de países de bajos costes, como China y los nuevos Estados miembros de la UE⁴. El impacto al alza de los precios de importación y de los precios de consumo mundiales durante el reciente repunte de la inflación resultó algo más intenso que en el pico de 2008, aunque en conjunto fue reducido.

En resumen, los resultados de la simulación confirman que las perturbaciones en los precios del petróleo influyen de forma esencial en la inflación de la zona del euro, mientras que el impacto de la evolución de otros precios mundiales ha sido, por lo general, escaso. La gran influencia de las perturbaciones en los precios del petróleo también subraya la importancia de determinar con exactitud la naturaleza de las variaciones de los precios de esta materia prima, en particular si obedecen a escaseces temporales de la oferta, como las motivadas por tensiones geopolíticas o desastres naturales, o a cambios en la demanda, especialmente en las economías emergentes, que se producen con mayor lentitud, pero son más persistentes. Las medidas de política monetaria adecuadas para hacer frente a las consecuencias inflacionistas de un aumento temporal del precio del petróleo que no genera un incremento de las expectativas de inflación a largo plazo podrían ser distintas de las medidas que se aplicarían en el caso de una subida más duradera que favorezca la inflación a largo plazo e incluso amenace con generar efectos de segunda vuelta.

4 Véanse el recuadro titulado «Evolución reciente de los precios del comercio con países no pertenecientes a la zona del euro y competitividad en términos de precios», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2009; y el recuadro titulado «¿Están los recientes incrementos salariales en China ejerciendo presiones al alza sobre los precios de importación de la zona del euro?», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011. Véase asimismo el artículo titulado «Globalización, comercio y macroeconomía de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2008. Las conclusiones también están en consonancia con la literatura empírica. Véase, por ejemplo, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2006, capítulo 3 y las referencias contenidas en el mismo.

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 agosto de 2011, sin variaciones con respecto a julio. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, y consta de dos componentes principales, los bienes industriales no energéticos y los servicios.

La tasa de variación interanual del componente de bienes industriales no energéticos no se modificó en agosto, tras haber descendido hasta el 0% en julio, desde el 0,9% de junio. La caída experimentada entre junio y julio fue atribuible, casi en su totalidad, a la nueva normativa sobre el tratamiento de los productos de temporada¹, que también influyó en la tasa de variación interanual de este componente en agosto. Los productos más afectados fueron las prendas de vestir y el calzado, cuyas tasas de variación interanual se situaron en el -3,1%, tras haber registrado tasas negativas similares en julio. Se espera que el impacto de esta normativa desaparezca en septiembre y dé lugar a un repunte de la inflación de los bienes industriales no energéticos.

La inflación de los precios de los servicios descendió ligeramente en agosto, hasta el 1,9%, desde el 2% de julio, reflejando la disminución de las tasas de variación interanual del transporte y las comunicaciones.

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

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

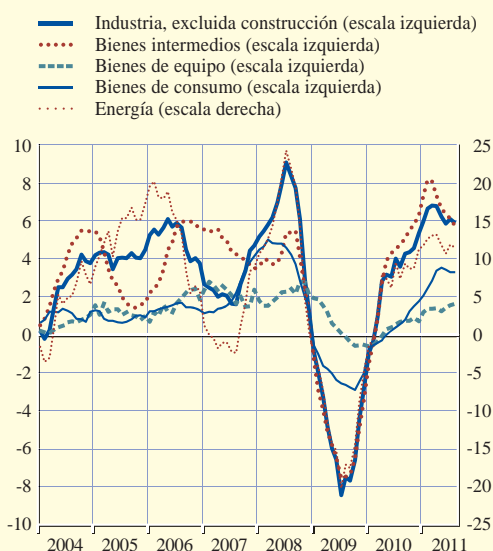
La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) se redujo hasta el 5,9 % en agosto de 2011, desde el 6,1 % de julio, debido principalmente a la disminución de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y de bienes intermedios, reflejo de la moderación observada en los precios de las materias primas (véanse cuadro 5 y gráfico 23). La inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, cayó desde el 4,1 % hasta el 3,9 %.

En fases posteriores de la cadena de producción, la tasa de inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo se mantuvo invariable, en el 3,3 %, en agosto. Ese mes, la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los alimentos se situó en el 5 %, continuando con la tendencia gradual a la baja desde el máximo del 5,4 % observado en mayo. Esta evolución refleja una relajación de las presiones inflacionistas procedentes de los precios de las materias primas alimenticias en la UE, y apunta a nuevos descensos en los próximos meses. En cambio, la tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo no alimenticio aumentó desde el 1,4 % de julio hasta el 1,6 % en agosto, el valor más elevado registrado desde 2001. Esta subida constante de los precios industriales de los bienes de consumo no alimenticio, especialmente desde principios de 2011, señala la existencia de continuas presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo.

La información procedente de encuestas sobre la evolución de los precios industriales en septiembre indica que las presiones sobre estos precios han seguido disminuyendo y que actualmente se sitúan por debajo de sus medias históricas. En comparación con agosto, casi todos los indicadores volvieron a descender, al parecer como consecuencia de la moderación observada recientemente en los costes de los bienes intermedios, así como del hecho de que las empresas están recurriendo de manera creciente a los descuentos para hacer frente a la atonía de la demanda. En el sector de manufacturas, el índice de precios de bienes intermedios experimentó un acusado descenso, del 54,6 en agosto al 51,8, el nivel más bajo desde noviembre

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

de 2009, y el índice de precios de venta disminuyó del 52,1 al 51,3. En los servicios, el índice de precios de bienes intermedios aumentó ligeramente, tras reducirse en agosto, mientras que el índice de precios de venta cayó hasta el 48,7 en septiembre de 2011.

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

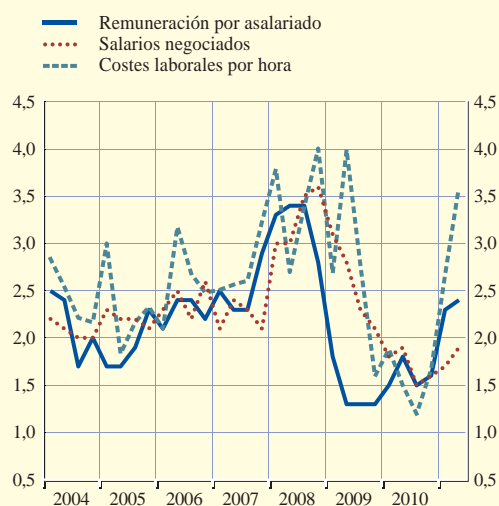
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Según los últimos datos publicados, los indicadores de costes laborales de la zona del euro han aumentado de manera acusada, mientras que los mercados de trabajo han tendido a estabilizarse, si bien con un grado considerable de heterogeneidad entre países. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a julio muestra cierta aceleración de las tasas de crecimiento interanual en comparación con el primer semestre del año, lo que apunta a la existencia de algunos riesgos al alza derivados de presiones internas sobre los costes.

Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 1,9%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2011, desde el 1,7% del trimestre anterior (véanse cuadro 6 y gráfico 25). La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora aumentó de manera pronunciada, hasta el 3,6%, en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento del primer trimestre se revisó al alza, hasta el 2,7%, volviendo a situarse próxima a la tasa media de crecimiento observada en 2009. Esta aceleración en el segundo trimestre fue generalizada en todos los sectores (véase gráfico 26), pero fue especialmente acusada en la industria. A escala de países, el crecimiento de los costes laborales por hora se incrementó en aproximadamente la mitad de los países de la zona del euro, aunque se moderó

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

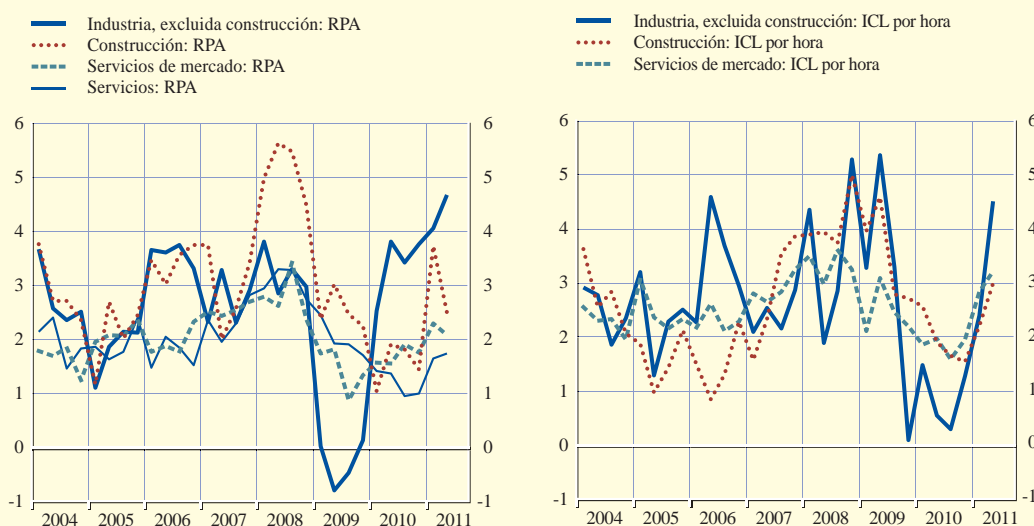
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

en algunos, mientras que Grecia, Irlanda y Portugal informaron de que estos costes habían vuelto a reducirse, en términos interanuales, en el segundo trimestre. Alemania, en particular, parece ser el principal impulsor de la aceleración de los costes laborales por hora, debido tanto al aumento de las primas salariales como a la continuación de la retirada de los planes de reducción de las horas de trabajo. En conjunto, los costes no salariales siguieron creciendo con mayor rapidez que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

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

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2 % en los próximos meses, pero que disminuyan posteriormente. Este patrón refleja las expectativas de una evolución relativamente estable del crecimiento de los salarios, en un contexto de crecimiento económico moderado.

Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los principales riesgos al alza están relacionados con la posibilidad de que se produzcan subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de consolidación fiscal en los próximos años. Los principales riesgos a la baja están asociados con el impacto de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro y a escala mundial.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro sea muy moderado en el segundo semestre del año, después de la desaceleración registrada en el segundo trimestre de 2011, que lo situó en el 0,2% en tasa intertrimestral. Una serie de factores parecen estar frenando, concretamente, el dinamismo subyacente de la actividad en la zona del euro, y entre ellos se incluye la moderación del ritmo de la demanda mundial, el deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas, y los efectos desfavorables sobre las condiciones de financiación que se derivan de las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona. Al mismo tiempo, se prevé que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento positivo y constante de las economías emergentes, así como de los reducidos tipos de interés a corto plazo y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero. En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

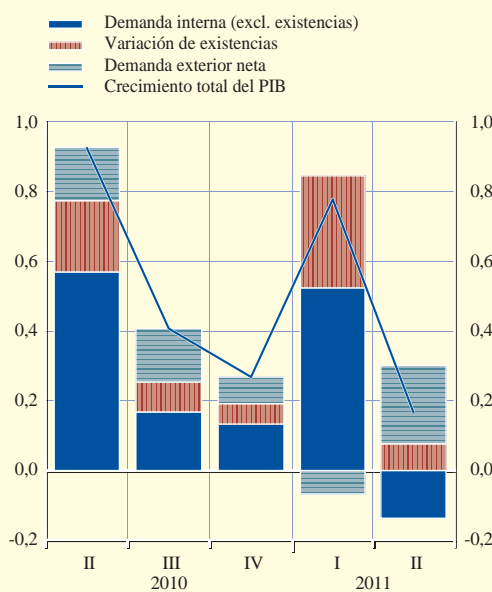
El PIB real de la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras un aumento del 0,8% en el trimestre anterior (véase gráfico 27). Esta desaceleración esperada se debió, principalmente, a la débil evolución de la demanda interna, atribuible, en parte, a factores especiales. Aunque en la fase de recuperación el PIB ha crecido, en términos intertrimestrales, durante ocho trimestres consecutivos, el nivel del producto en el segundo trimestre se mantenía casi un 2% por debajo del nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Después de seis trimestres de tímido pero positivo crecimiento, el consumo privado se redujo un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011. La evolución del comercio al por menor y de las compras de automóviles contribuyó a este resultado negativo, pues el primero se contrajo un 0,3%, en tasa intertrimestral, y las matriculaciones de automóviles cayeron un 4%.

Por lo que se refiere al tercer trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta al mantenimiento de la débil evolución del gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor disminuyeron un 0,3% en agosto y, en promedio, se situaron durante los dos primeros meses del tercer trimestre en el mismo nivel que en el segundo. Al mismo tiempo, y en los mismos meses, las matriculaciones de automóviles se situaron un 1,2% por debajo de su nivel medio en el segundo trimestre de 2011. Los datos de las encuestas relativas al comercio minorista, disponibles para todo el tercer trimestre, señalan la continua debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor ha registrado niveles inferiores a 50 durante el tercer trimestre, indicando con ello una caída de las ventas. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores siguió deteriorándose en septiembre, tras el acusado descenso observado en el mes anterior. Mientras tanto, el indicador de grandes compras esperadas

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

continuó registrando niveles históricamente bajos, lo que sugiere que los consumidores siguen actuando con cautela a la hora de decidir la compra de bienes de consumo duradero.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras crecer un 1,8 % en el trimestre precedente. La recuperación de la inversión ha sido más lenta que la recuperación de la actividad general. Su crecimiento intertrimestral también ha sido más volátil, ya que se ha visto afectado por diversos factores especiales, como, por ejemplo, las adversas condiciones meteorológicas que han obstaculizado la inversión en construcción. Por lo que respecta a la desagregación de la inversión en el segundo trimestre, la inversión, excluida la construcción, creció un 0,9 %, en tasa intertrimestral, mientras que la inversión en construcción se contrajo un 0,5 %. El descenso de la inversión en construcción se esperaba, en cierta medida, tras la elevada volatilidad observada en los trimestres anteriores, relacionada con las inusuales condiciones meteorológicas en algunos países.

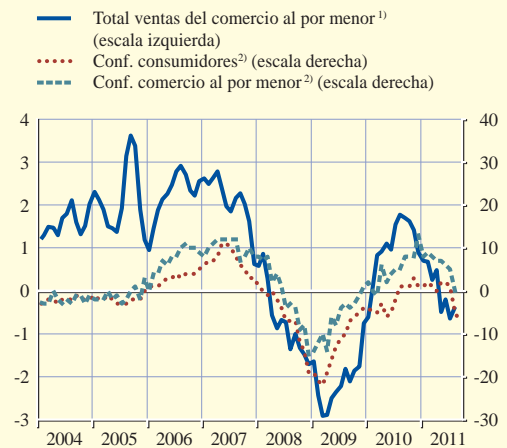
Si se observan los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura), excluida la construcción, registró un fuerte aumento del 3,3 % en julio, lo que supone un buen inicio para el tercer trimestre. Sin embargo, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto el índice de directores de compras (PMI) como el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea—, apuntan a una desaceleración de la actividad en el tercer trimestre. El indicador de confianza industrial se encuentra en niveles próximos a su media histórica, mientras que el PMI se sitúa por debajo del umbral teórico de expansión de 50.

En julio de 2011, la producción de la construcción se incrementó un 1,6 %, en tasa intermensual, tras un descenso del 1,1 % en el mes anterior. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantuvo en niveles inferiores a su media histórica durante el tercer trimestre. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, por debajo de 50 en los dos primeros meses del tercer trimestre, indicando un crecimiento negativo continuado en ese trimestre, tras la debilidad observada en el segundo trimestre.

Por lo que respecta a los flujos comerciales, la tasa de crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones se desaceleró en el segundo trimestre de 2011, en línea con la ralentización general del comercio mundial. En julio, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones de bienes, en términos nominales, a países no pertenecientes a la zona del euro continuaron disminuyendo (en términos intertrimestrales), comparadas con las registradas en el segundo trimestre de 2011, y se tornaron ligeramente negativas. El comercio de servicios también se contrajo marginalmente en julio, en términos intertrimestrales. De cara al futuro, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta septiembre de 2011, señala un débil crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo.

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

(datos mensuales)



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

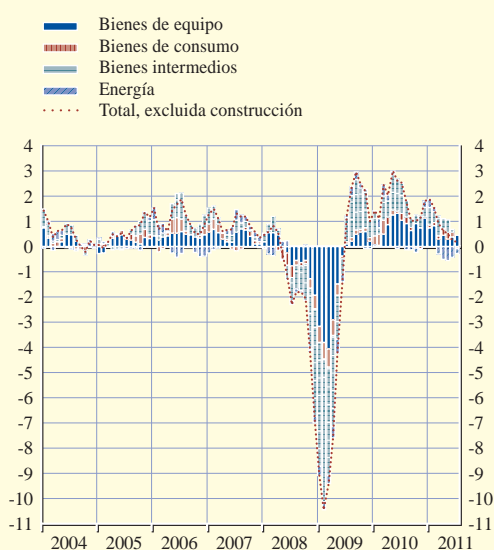
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

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

En lo que se refiere a la evolución observada en el tercer trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) creció un 0,9 %, en tasa intermensual, en julio, tras el descenso del 0,7 % registrado en el mes anterior. Sin embargo, la tasa de crecimiento intertrimestral siguió moderándose, y pasó del 0,3 % de junio al 0,2 % de julio (véase gráfico 29). Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) registró un aumento intermensual del 1,3 % en julio, tras la fuerte reducción del 3,3 % observada en junio. La tasa de crecimiento intertrimestral de los nuevos pedidos industriales se elevó del 0,4 % de junio al 0,6 % de julio, situándose en un nivel ligeramente inferior a su media de largo plazo. A pesar del fuerte inicio del tercer trimestre observado en la industria, los datos de las encuestas, que están más actualizados, apuntan a un panorama de mayor debilidad para el trimestre en su conjunto (véase gráfico 30). Por ejemplo, el índice PMI de producción del sector manufacturero se ha deteriorado a lo largo del trimestre y se situó, en promedio, en el tercer trimestre en 49,6, frente a 56,0 del segundo trimestre, lo que apunta a un crecimiento negativo, al estar por debajo del umbral de 50. El indicador de actividad del sector servicios también ha retrocedido de 55,5 en el segundo trimestre a 50,6 en el tercero. Otras encuestas de opinión, como la de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

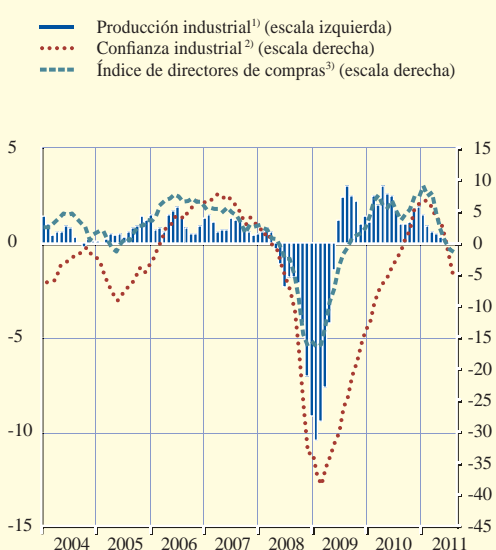
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

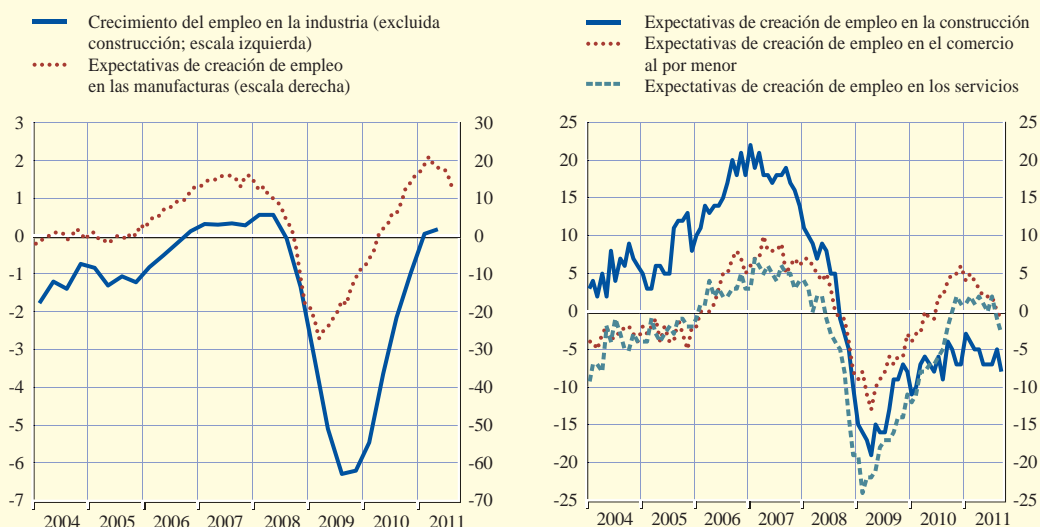
MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se está estabilizando. El empleo creció en el primer semestre del año, mientras que la tasa de paro se mantuvo estable, lo que sugiere que la población activa ha aumentado.

El empleo registró un avance del 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2011, tras una subida del 0,1% en los dos trimestre anteriores (véase cuadro 7). Sin embargo, las horas trabajadas se redujeron un 0,2% en el segundo trimestre, lo que contrasta con la evolución más reciente, ya que, durante la recuperación, las horas trabajadas han crecido con más rapidez que el empleo.

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

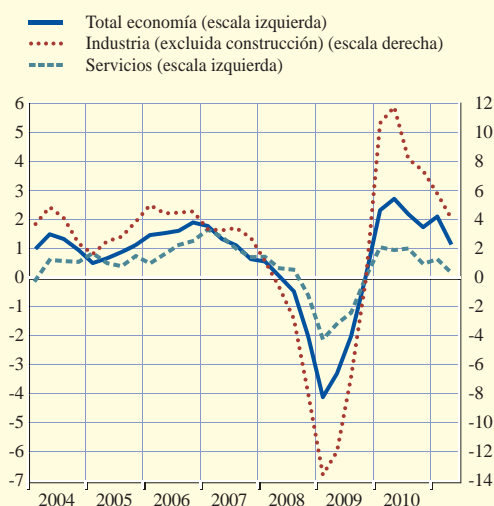


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 32 Productividad del trabajo

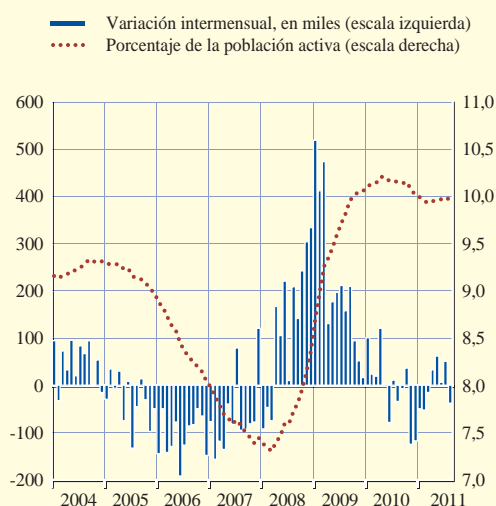
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

A nivel sectorial, la última cifra de empleo refleja el crecimiento intertrimestral del 0,1 % registrado en la industria (excluida la construcción) y del 0,4 % en la rama de servicios. El crecimiento del empleo en la construcción fue del 0,1 % en el segundo trimestre.

Como el crecimiento del empleo superó el crecimiento del PIB en el segundo trimestre, la productividad se ralentizó a causa de la evolución en la industria y en la construcción, y en menor medida en el comercio y el transporte. Las tasas de crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada y por hora trabajada se redujeron un punto porcentual completo y 0,1 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2011, en comparación con el trimestre anterior, alcanzando el 1,1 % y el 1,5 %, respectivamente (véase gráfico 32). De cara al futuro, las últimas cifras del índice PMI de productividad sugieren nuevos retrocesos en el crecimiento de la productividad en el tercer trimestre.

La tasa de desempleo se mantuvo en el 10 % en agosto, por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 33), y su heterogeneidad entre las distintas economías de la zona del euro fue grande. Sin embargo, esta tasa enmascara un ligero aumento del número de personas desempleadas en los últimos meses. Los indicadores de opinión muestran un crecimiento del empleo continuo, pero en desaceleración, tanto en la industria como en los servicios en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 31).

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En estos momentos se prevé que el crecimiento del PIB real de la zona del euro sea muy moderado en el segundo semestre del año, después de la desaceleración registrada en el segundo trimestre de 2011. Una serie de factores parecen estar frenando, concretamente, el dinamismo subyacente de la actividad en la zona del euro, y entre ellos se incluyen la moderación del ritmo de la demanda mundial, el deterioro de la confianza de los consumidores y las empresas, y los efectos desfavorables sobre las condiciones de

financiación que se derivan de las actuales tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona. Al mismo tiempo, se prevé que la actividad económica de la zona del euro se beneficie del crecimiento positivo y constante de las economías emergentes, así como de los reducidos tipos de interés a corto plazo y de las distintas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

En un entorno de incertidumbre especialmente elevada, los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja, y están relacionados, sobre todo, con las tensiones actuales en algunos segmentos de los mercados financieros mundiales y de la zona del euro, así como con su potencial para trasladarse a la economía real de la zona. Asimismo, guardan relación con los aún elevados precios de la energía y con la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

ARTÍCULOS

LA OFERTA MONETARIA: COMPORTAMIENTO BANCARIO E IMPLICACIONES PARA EL ANÁLISIS MONETARIO



La estrategia de política monetaria del BCE atribuye un papel primordial al análisis monetario, como uno de los elementos del marco de dos pilares, con el que se evalúan los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro. El análisis monetario garantiza que la información relevante que se obtiene a partir del dinero y del crédito se tenga en cuenta en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria y permite su contraste, desde una perspectiva de medio a largo plazo, con la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios basada en el análisis económico.

Mediante el análisis de la evolución del dinero y del crédito, este artículo examina el impacto de la actividad intermediadora de las entidades de crédito sobre la macroeconomía en lo que respecta tanto a la coyuntura como a la valoración de las tendencias nominales. Es probable que los cambios de carácter duradero que se observan en el comportamiento de los bancos afecten a la economía de una manera continuada y significativa. El análisis del crecimiento monetario y crediticio es, por tanto, crucial para llevar a cabo una política monetaria apropiada.

I INTRODUCCIÓN

El papel del análisis monetario en la estrategia de política monetaria del BCE se basa en la sólida y positiva relación entre los movimientos a más largo plazo del crecimiento del agregado monetario amplio y de la inflación, según la cual el crecimiento monetario genera un comportamiento inflacionista. Esta relación se observa en todos los países y regímenes de política monetaria¹. Por ello, al tratar de identificar las contribuciones al crecimiento monetario asociadas a los riesgos para la estabilidad de precios, resulta necesario encontrar cambios de carácter duradero o que se deban a factores que van más allá de las necesidades normales de dinero del ciclo económico. En este sentido, la oferta de dinero y de crédito podría verse influida por los persistentes avances observados en la capacidad de intermediación de las entidades de crédito, lo que influiría, a su vez, en la evolución a largo plazo de los precios en los mercados de activos y de bienes, y, en el corto plazo, por la percepción de los mercados acerca de la solidez financiera de los bancos. Así pues, desde la perspectiva del análisis monetario, entender el comportamiento de las entidades de crédito constituye un elemento importante para detectar señales de riesgos para la estabilidad de precios.

En la sección 2 de este artículo se desarrolla un marco para entender por qué los avances observados en el proceso de intermediación bancaria pue-

den haber impulsado una evolución continuada del crecimiento monetario y crediticio, que, en última instancia, afecta al comportamiento macroeconómico relevante para la política monetaria. En la sección 3 se analizan algunos ejemplos, que ilustran cómo, en la zona del euro, las operaciones bancarias han sufrido cambios significativos en la pasada década. En el pasivo del balance, constituye un hecho significativo la internacionalización de la financiación interbancaria, mientras que en el activo destaca el uso creciente de la venta y titulización de préstamos. En la sección 4 se presentan las conclusiones.

2 ¿QUÉ PAPEL DESEMPEÑA EL COMPORTAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN EL ANÁLISIS MONETARIO?

El comportamiento de las entidades de crédito constituye un determinante importante de la evolución monetaria y crediticia, tanto de carácter cíclico como de naturaleza más duradera. No prestarle la debida atención supone asignar a la intermediación financiera un papel pasivo en la economía. En los últimos años, y en el contexto de la crisis financiera, se ha puesto cada vez más de manifiesto que una visión tan pasiva de las entidades de crédito no está justificada.

¹ Véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, capítulo 1 y referencias allí citadas.

2.1 DEMANDA DE DINERO Y OFERTA MONETARIA

La cantidad de dinero en sentido amplio en la economía es el resultado de la interacción entre el sector bancario (incluido el banco central) y el sector tenedor de dinero, que se compone de hogares, sociedades no financieras, Administraciones Públicas distintas de la Administración Central e intermediarios financieros no monetarios. El agregado monetario amplio, que comprende el efectivo en circulación y sustitutos próximos, como los depósitos bancarios, facilita información sobre el gasto agregado y la inflación. Así pues, incluye más activos que los medios de pago generalmente aceptados e incluye instrumentos que funcionan principalmente como depósitos de valor.

A las tenencias de dinero se le aplican modelos empíricos por dos motivos. En primer lugar, se utilizan para orientar el análisis de la evolución monetaria, pues cuantifican la contribución de distintos determinantes económicos al crecimiento monetario con el fin de entender mejor las causas de este crecimiento. Ello es necesario para formarse una opinión sobre la expansión monetaria subyacente. En segundo lugar, los modelos proporcionan un marco normativo para evaluar si la cantidad de dinero en la economía es compatible con la estabilidad de precios y para interpretar la naturaleza de las desviaciones con respecto a esta norma. Por lo tanto, desde la perspectiva de política monetaria resulta esencial entender por qué la cantidad de dinero se desvía del nivel de equilibrio, definido a partir de regularidades empíricas².

Determinar si la evolución monetaria está impulsada por la demanda de dinero o por la oferta monetaria es de especial importancia a la hora de evaluar la relación entre dinero, comportamiento de los precios de los activos y riqueza. Efectivamente, las tenencias de dinero en sentido amplio, como componentes que son de la cartera de los agentes económicos, están determinadas por la riqueza de dichos agentes. Al mismo tiempo, los precios de los activos y, por tanto, la riqueza global de los agentes pueden verse influidos por la oferta monetaria. Por consiguiente, el análisis de la evolución monetaria está muy vinculado al de la sostenibilidad

de la riqueza y al comportamiento de los precios de los activos³.

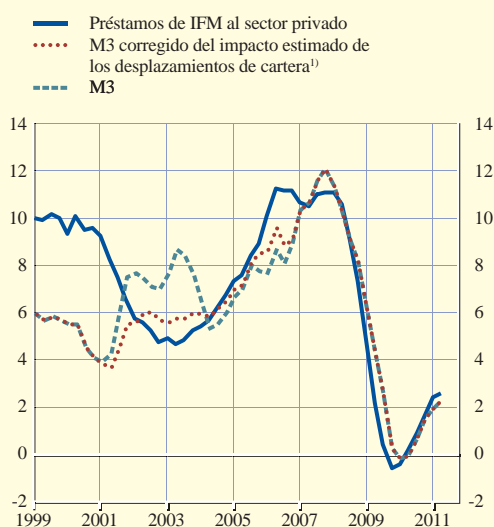
Si se determina que el nivel de dinero observado es compatible con el nivel de precios, renta y tipos de interés, entonces el crecimiento monetario refleja la situación económica. Los riesgos para la estabilidad de precios que se derivaran, por ejemplo, de un fuerte crecimiento económico se harían visibles en el dinero⁴. Si, por el contrario, la evolución monetaria observada no se desarrolla conforme a las expectativas basadas en la relación histórica con los precios, la renta y los tipos de interés, entonces la repuesta de política monetaria adecuada dependerá de los factores subyacentes que hayan provocado esta desviación.

Si la incompatibilidad es resultado de consideraciones de demanda, atribuibles, por ejemplo, al agravamiento de la incertidumbre financiera, la política monetaria no debería reaccionar necesariamente ante la evolución monetaria. Por ejemplo, el incremento de las tenencias de M3 en el período comprendido entre 2001 y mediados de 2003, que se estableció que era resultado de un cambio en las preferencias hacia activos seguros y líquidos causado por la agudización de la incertidumbre, no estuvo relacionado con la aparición de riesgos para la estabilidad de precios (véase gráfico 1, que muestra la diferencia entre el agregado monetario amplio M3 y M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de carteras). Por el contrario, si la evolución monetaria se desvía de los determinantes económicos como consecuencia de una modificación de la oferta monetaria ocasionada por un cambio estructural o por un cambio en la percepción de los riesgos, sería necesario realizar un ajuste de la política monetaria en la medida en que existe la probabilidad de que la desviación

2 Véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, capítulo 3.

3 Véase el artículo titulado «Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2010.

4 Sin embargo, incluso en este caso, el dinero puede desempeñar un importante papel informativo debido a errores o revisiones de las mediciones de otras variables macroeconómicas, como el producto. Véase G. Coenen, A. Levin y V. Wieland, «Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy», *European Economic Review*, vol. 49, n.º 4, mayo de 2005, pp. 975-1006.

**Gráfico 1 Crecimiento del agregado monetario
amplio y de los préstamos**(tasas de variación interanual, datos desestacionalizados
y ajustados de efecto calendario)

Fuente: BCE.

1) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se construyen utilizando el enfoque que se presenta en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual de octubre de 2004.

afecte a la inflación. Las explicaciones relativas a la oferta monetaria suelen estar relacionadas con los procesos de intermediación y de creación de dinero, y subrayan la interdependencia entre el mercado de crédito y el mercado monetario.⁵

En principio, en un entorno estático se puede distinguir entre la oferta y la demanda de dinero a nivel conceptual. Sin embargo, en un entorno dinámico resulta difícil determinar cuál de estas fuerzas está impulsando fundamentalmente su evolución, ya que los determinantes del crecimiento monetario suelen afectar a ambos lados, y existe una interacción entre la demanda y la oferta.

2.2 OFERTA DE DINERO Y POLÍTICA MONETARIA

La oferta monetaria se origina en el comportamiento del banco central y de las entidades de crédito. Una distinción habitual a este respecto es la oferta de «dinero externo» proporcionado por el banco central —que comprende billetes y reservas de las entidades de crédito en el banco

central— y el dinero bancario o «interno», creado por los bancos y que se compone fundamentalmente de depósitos.

Las explicaciones pedagógicas de cómo la política monetaria influye en la oferta de dinero bancario (o agregado monetario amplio) en la economía se basan tradicionalmente en el enfoque del multiplicador monetario. Según este enfoque, el proceso de oferta monetaria se produce esencialmente como consecuencia de la actuación del banco central, que ejecuta la política monetaria ajustando el nivel del dinero externo. La cantidad de dinero en sentido amplio en la economía se determina sencillamente como múltiplo de la base monetaria, dependiendo del tamaño del multiplicador monetario. El concepto de multiplicador monetario se deriva de un rasgo básico de la banca de depósito que consiste en que, en circunstancias normales y cuando se confía en el sistema bancario, las entidades de crédito solamente necesitan mantener una fracción de los depósitos que han aceptado en forma de activos altamente líquidos equivalentes al efectivo (como las reservas en el banco central). El resto de los depósitos pueden utilizarse para adquirir activos menos líquidos con una rentabilidad más elevada, en particular préstamos. Por lo tanto, según este sistema, cuando el banco central aumenta el volumen de reservas que están disponibles para los bancos, estos pueden establecer depósitos adicionales equivalentes a un múltiplo de este aumento (véase el recuadro 1, titulado «Análisis del multiplicador del efecto de la política monetaria sobre la oferta de dinero»).

En contraste con la explicación pedagógica, la aplicación de la política monetaria se suele llevar a cabo controlando los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo y acomodando la demanda de dinero externo. Las variaciones de estos tipos de interés alteran los costes de oportunidad de mantener dinero y, por tanto, afectan a la demanda de dinero. Sin embargo, la política monetaria también tiene un efecto claro, pero no mecánico, sobre la oferta de dinero en la economía. Por ejemplo, las bajadas de los

5 Véase K. Brunner y A. Meltzer, «Money Supply», en B. Friedman y F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. I, North-Holland, Ámsterdam, 1990, p. 396.

tipos de interés oficiales también influirán favorablemente en el patrimonio neto de los bancos, lo que da lugar a un entorno en que las entidades de crédito pueden financiarse con más facilidad, incrementan-

do con ello su capacidad para conceder créditos. En el límite, la adecuación del nivel de capital de las entidades de crédito puede determinar su funcionamiento desde un punto de vista cuantitativo.

Recuadro I

ANÁLISIS DEL MULTIPLICADOR DEL EFECTO DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LA OFERTA DE DINERO

El enfoque del multiplicador monetario tiene una larga y distinguida historia en la literatura¹. El análisis del multiplicador se basa en el supuesto de que el banco central fija unilateralmente el nivel de la base monetaria, es decir, la base monetaria es el instrumento de política monetaria. El multiplicador monetario determina, pues, la oferta de dinero en sentido amplio, mientras que los tipos de interés a corto plazo la ajustan para establecer el equilibrio entre la demanda de dinero y la oferta monetaria. Evidentemente, esta explicación contrasta con la manera en que generalmente se aplica en la práctica la política monetaria. De hecho, como se pone de manifiesto en el texto principal de este artículo, los bancos centrales fijan un tipo de interés oficial y después suministran el volumen de reservas necesario para que los tipos de interés de mercado a corto plazo se aproximen al tipo de interés oficial².

No obstante, en una situación en la que los tipos de interés nominales se sitúan o están próximos al límite inferior cero, se podría argumentar que el banco central puede ofrecer un estímulo adicional a la economía suministrando reservas del banco central a gran escala para lograr que aumente la oferta monetaria en la economía a través del multiplicador monetario. Si bien este tipo de políticas puede, efectivamente, tener un efecto de estímulo sobre la economía, dicho efecto no obedece a una relación mecánica con la oferta de dinero implícita en el enfoque del multiplicador. Ello apunta a lo que es tal vez el mayor problema del citado enfoque: el enfoque del multiplicador monetario supone que tanto las entidades de crédito como el sector tenedor de dinero responden de manera predecible a un ajuste de la base monetaria efectuado por el banco central. La estructura de las carteras en el enfoque del multiplicador no se deriva del comportamiento de los agentes, ya que los bancos muestran siempre la misma preferencia entre las reservas del banco central y otros activos, y se supone que el sector tenedor de dinero tiene también una preferencia fija entre el efectivo y los depósitos³. Sin embargo, la estructura real de las carteras se ve influida por la rentabilidad vigente y por los cambios en la percepción del riesgo, así como por una multitud de otros factores.

La importancia de este problema la confirma la experiencia reciente, cuando el volumen de reservas proporcionado por los bancos centrales en varias economías aumentó extraordinariamente en respuesta a la crisis financiera posterior a la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008. Como se muestra en el gráfico A, este hecho dio lugar a un importante descenso de los multiplicadores del agregado monetario amplio, ya que el incremento de las reservas del banco central no provocó una reacción

1 Véanse, por ejemplo, J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Macmillan, Londres, 1930, y St. Martin's Press, Nueva York, 1971; y M. Friedman y A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

2 Para más información sobre los motivos por los cuales los bancos centrales eligieron predominantemente aplicar la política monetaria controlando los tipos de interés en lugar de manipulando la base monetaria, véase C. A. E. Goodhardt, «Money, Credit and Bank Behaviour: Need for a New Approach», *National Institute Economic Review*, n.º 214, octubre de 2010, pp. F1-F10.

3 Sin embargo, en la literatura sobre el multiplicador monetario existen estudios que proporcionan información sobre el comportamiento de los agentes en este tipo de análisis, aunque de manera simplificada. Véanse, por ejemplo, K. Brunner y A. H. Meltzer, «Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money», *Journal of Finance*, vol. 19, 1964, pp. 240-283, y J. H. Rasche y J. M. Johannes, *Controlling the Growth of Monetary Aggregates*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1987.

proporcionada en el agregado monetario amplio⁴. Por el contrario, en el contexto de una mayor incertidumbre en torno a la fortaleza de los balances de sus contrapartes en los mercados interbancarios y de la inquietud sobre su capacidad para absorber los *shocks* de liquidez, las entidades de crédito decidieron ampliar sus tenencias de reservas del banco central. La ampliación de estas reservas no inició, por tanto, la asignación predeterminada de carteras prevista en el enfoque del multiplicador. Para ilustrar mejor este punto, se puede calcular la descomposición de la variación observada en el multiplicador monetario de M3 de la zona del euro. Este multiplicador puede definirse como sigue:

$$MM = \frac{I + \frac{C}{D}}{\frac{R}{D} + \frac{C}{D}}$$

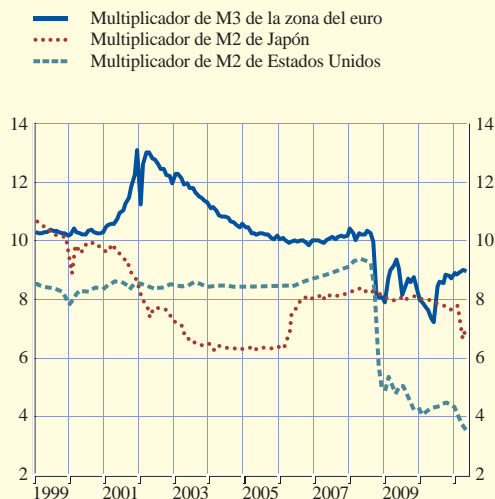
donde C representa los billetes en circulación, D los depósitos (estrictamente, los instrumentos incluidos en M3 distintos de efectivo) y R las reservas de las entidades de crédito en el Eurosistema (cuentas corrientes y el uso de la facilidad de depósitos). Las variaciones del multiplicador monetario de M3 (MM) pueden, por tanto, descomponerse en la contribución debida a cambios en la ratio efectivo-depósitos (C/D) y en la atribuible a cambios en la ratio reservas-depósitos (R/D). El gráfico B muestra cómo el descenso del multiplicador de M3 a finales de 2008 obedeció principalmente al significativo cambio observado en la ratio reservas-depósitos, que refleja la considerable acumulación de reservas del banco central. Por el contrario, el episodio que se produjo en torno a la introducción del euro, en 2002, fue consecuencia de cambios en la ratio efectivo-depósitos, pues la introducción del euro afectó al comportamiento del público en cuanto a las tenencias de efectivo, ya que lo des acumuló en el período previo y lo atesoró gradualmente en los años posteriores⁵. Tanto en el gráfico A como en el B se

4 En el caso de Japón, el descenso del multiplicador monetario ocurrió antes, ya que el Banco de Japón comenzó a aplicar una política para ampliar sus reservas en 2011.

5 Véase el artículo titulado «La demanda de efectivo en la zona del euro y el efecto de la introducción del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2003.

Gráfico A Multiplicadores del agregado monetario amplio en la zona del euro, Estados Unidos y Japón

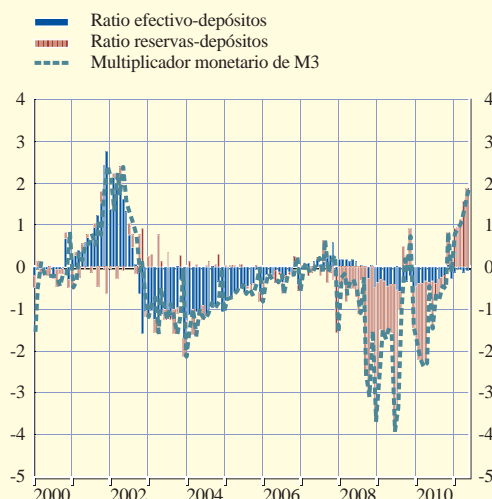
(en múltiplos de la base monetaria)



Fuentes: BCE, BPI y cálculos del BCE.

Gráfico B Descomposición de las variaciones del multiplicador de M3 en la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

observa cómo, durante el período comprendido entre 2005 y 2008, el multiplicador monetario de M3 de la zona del euro se mantuvo bastante estabilizado en su nivel anterior a 2001, y por ello no proporcionó indicio alguno sobre los cambios en la intermediación bancaria que se estaban registrando durante este período (véase sección 3). Esto refleja el hecho de que las reservas de las entidades de crédito en el Eurosistema durante dicho período estaban evolucionando en línea con las reservas mínimas obligatorias.

En resumen, la relación mecánica entre la política monetaria y la oferta de dinero que está implícita en el enfoque del multiplicador monetario no es un marco especialmente útil para entender las variaciones de los agregados monetarios ni para diseñar las respuestas de política monetaria adecuadas, incluso en un entorno donde el límite inferior cero de los tipos de interés nominales puede llegar a ser vinculante. Por el contrario, la influencia de la política monetaria sobre la oferta de dinero se ejerce de manera más matizada, como se explica en el texto principal de este artículo.

2.3 ENTIDADES DE CRÉDITO COMO FUENTE DE LA OFERTA DE DINERO EN SENTIDO AMPLIO

La política monetaria influye en la oferta de dinero a través de sus efectos sobre la actividad intermediadora de las entidades de crédito. No obstante, la mayoría de los cambios en la oferta monetaria que se producen en la economía se deben a la manera en que los bancos desarrollan sus actividades. Más concretamente, un banco es una entidad cuya actividad principal consiste en conceder préstamos y en recibir depósitos del público. Como consecuencia de esta dualidad, las entidades de crédito desempeñan varias funciones: ofrecen servicios de liquidez y de pago, analizan y efectúan un seguimiento de la solvencia de los prestatarios, redistribuyen los riesgos y transforman las características de los activos. Estas funciones interactuarán con frecuencia en el proceso de intermediación que llevan a cabo las entidades.

Las entidades de crédito pueden intermediar entre los ahorradores y los prestatarios emitiendo valores y prestando los ingresos resultantes. Esta actividad crediticia requerirá el tratamiento de información detallada, y a menudo propia de la entidad, sobre los prestatarios y el seguimiento de los proyectos que se han financiado. Sin embargo, dicho crédito no lo conceden exclusivamente los bancos, sino también diversos intermediarios financieros no monetarios, como empresas de seguros y fondos de pensiones y de inversión.

Las entidades de crédito también pueden conceder préstamos, pero de ese modo crean depósitos (inicialmente mantenidos por los prestatarios). Los depósitos son activos frente a los bancos que se reembolsan a demanda de los depositantes a un valor nominal conocido⁶. La característica fundamental de estos depósitos es la provisión de servicios de liquidez a su propietario y, en algunos casos, como en el de los depósitos a la vista, también pueden utilizarse para servicios de pago. Como describen Diamond y Dybvig⁷, esta transformación de activos ilíquidos (por ejemplo, los préstamos bancarios) en activos líquidos (por ejemplo, depósitos bancarios) es un elemento definitorio clave de una entidad de crédito⁸. Los intermediarios financieros no monetarios no proporcionan a sus clientes depósitos líquidos.

Los pasivos de las entidades de crédito en forma de depósitos líquidos constituyen el núcleo del agregado monetario amplio, por lo que los bancos desempeñan un papel de primer orden en la oferta de este agregado. Los cambios en el comportamiento de las entidades alteraría la oferta monetaria.

6 Véase X. Freixas y J.-C. Rochet, *Microeconomics of Banking*, 2.ª edición, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2008.

7 D. W. Diamond y P. H. Dybvig, «Bank runs, deposit insurance, and liquidity», *Journal of Political Economy*, vol. 91 (3), 1983, pp. 401-419.

8 La liquidez es un concepto complejo y con múltiples facetas. Para una explicación de la provisión de liquidez por parte del sistema bancario, véase, por ejemplo, E. von Thadden, «Liquidity», *Cahiers de Recherches Économiques du Département d'Économétrie et d'Économie Politique (DEEP)*, Université de Lausanne, Faculté des HEC, 2002.

En la literatura se ha identificado una amplia gama de determinantes que afectan a la actividad de intermediación de las entidades de crédito, como la aversión al riesgo de las entidades de crédito, la solvencia de los prestatarios, el marco regulador, la disponibilidad de colchones de capital y el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y los costes de financiación, conocido como «diferencial de intermediación». Este diferencial representa la remuneración que los bancos pueden obtener por el servicio de intermediar entre los depositantes y los prestatarios a través de sus balances. En un equilibrio competitivo, sería equivalente al coste marginal de las entidades de crédito que se deriva de los costes de originar y mantener los préstamos, de la prestación de servicios de transacción y del riesgo de impago. En la literatura se han propuesto distintas explicaciones para este diferencial (véase el recuadro 2, titulado «Comportamiento bancario y evolución macroeconómica»).

Recuadro 2

COMPORTAMIENTO BANCARIO Y EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA

Impulsada por la crisis financiera, la investigación académica muestra un renovado interés por el papel desempeñado por los bancos en la evolución macroeconómica. La actividad intermediadora de las entidades de crédito se explica mediante una variedad de enfoques que ponen de relieve los distintos aspectos de las funciones económicas del sector bancario. En este recuadro se describen algunos de los mecanismos principales propuestos en la literatura reciente para explicar el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos.

Explicación del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos

Los modelos macroeconómicos tradicionales sin intermediación financiera describen el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de un tipo de interés (sin riesgo) único. Como indican Meltzer y Nelson¹, la caracterización del sector financiero de manera tan simplificada puede pasar por alto importantes elementos de los mecanismos de ajuste macroeconómicos. Un aspecto clave que no se contempla en el marco tradicional es una explicación de cómo los distintos tipos de interés incorporan primas de riesgo que varían en el tiempo. El comportamiento del dinero y del crédito también puede suministrar información sobre la evolución de las primas de riesgo (no observables), tanto para el sector bancario como para el sector privado no financiero.

Una corriente de la reciente literatura académica trata de explicar la existencia de los distintos tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y a los depósitos basándose en la competencia monopolística en el sector bancario. En este caso, las entidades de crédito obtienen un margen de beneficios positivo porque pueden fijar el nivel de los tipos de interés de tal modo que los tipos de los depósitos estén por debajo del tipo de interés interbancario, y los tipos de los préstamos por encima. Además, el banco incurre en costes al ajustar sus tipos de interés y tendrá en cuenta las decisiones de los competidores relativas a la fijación de los tipos para preservar las relaciones a largo plazo con los clientes. Este hecho protege a los prestatarios de las fluctuaciones que se observan en los tipos de mercado². Los costes de ajuste implican un ajuste lento de los tipos de interés aplicados

1 Véase A. Meltzer, «Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (4), 1995, pp. 49-72; E. Nelson, «The future of monetary aggregates in monetary policy analysis», *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, pp. 1029-1059.

2 Véase A. Gerali, S. Nerri, L. Sessa y F. Signoretti, «Credit and Banking in a DGSE model of the euro area», *Journal of Money, Credit and Banking*, suplemento al vol. 42, septiembre de 2010, pp. 107-141.

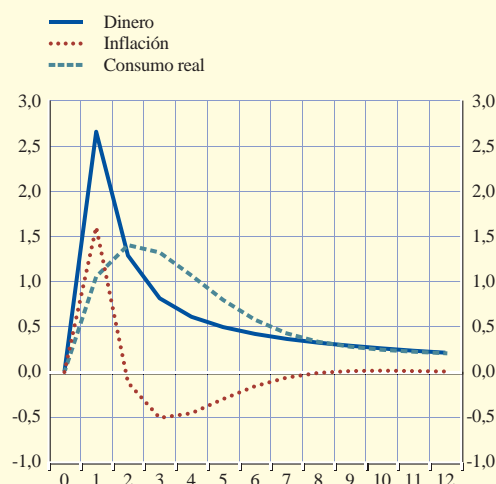
por las entidades de crédito a su clientela a los cambios registrados en el tipo de interés oficial, como se observa realmente en los datos para la zona del euro, y permiten un margen mayor para que las variables cuantitativas desempeñen su papel en la propagación de la política monetaria.

La caracterización explícita del impacto de la información asimétrica sobre la relación entre los prestatarios y los prestamistas constituye otro enfoque para describir a las entidades de crédito. Esta corriente de la literatura se centra en que el prestatario tiene información superior a la del banco en lo que se refiere al éxito de los proyectos de inversión. Así pues, el enfoque distingue entre los prestatarios que pueden devolver sus préstamos y los que no. El diferencial entre el tipo de interés de los préstamos y el de los depósitos asegura parcialmente al banco frente a los costes que se derivan de prestatarios morosos³. Un enfoque similar se centra en la relación depositante-banco, en la que las entidades de crédito cuentan con información superior sobre la inversión que financian con los depósitos recibidos. Este problema de agencia da lugar a una restricción del apalancamiento máximo que el banco puede asumir y, por tanto, impone una relación entre el capital y la oferta de préstamos. En este enfoque, el riesgo de impago en que incurrir los bancos puede distorsionar el proceso de intermediación y eleva el coste del crédito para la economía⁴.

Varios enfoques hacen hincapié en la utilización de recursos en el ámbito de la intermediación financiera. Las entidades de crédito poseen varias herramientas tecnológicas para prestar servicios de intermediación y gestionar sus activos y pasivos. Como resultado del riesgo de impago de los prestatarios, en sus operaciones de préstamo los bancos pueden utilizar recursos para analizar a los solicitantes de préstamos y efectuar un seguimiento de los proyectos que financian o cubrir su exposición⁵. Los recursos suponen, por ejemplo, un esfuerzo por parte de los empleados para hacer un seguimiento del prestatario y del valor de los activos que recibe el banco como garantía. Por ejemplo, una perturbación positiva del valor de los activos de garantía que se dan en prenda conlleva un menor riesgo para el banco y, por tanto, este puede conceder más préstamos por una cantidad dada del esfuerzo de seguimiento realizado. Este aumento de los préstamos da lugar a un incremento de la oferta monetaria. En el gráfico A se ilustra cuantitativamente la respuesta del consumo y de la inflación a esta perturbación.

Gráfico A Respuestas a una mejora en el valor de los activos de garantía

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: Basadas en una versión modificada del modelo de M. Goodfriend y B. McCallum, «Banking and interest rates in monetary policy analysis: a quantitative exploration», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pp. 1480-1507. Las respuestas son resultado de un aumento inesperado, del 1%, del valor de los activos de garantía.

3 Véase V. Curdia y M. Woodford, «Credit frictions and optimal monetary policy», borrador revisado del artículo preparado para la conferencia anual del BPI celebrada el 26 y el 27 de junio de 2008, «Whither Monetary Policy?», Lucerna, Suiza, 2009.
 4 Véanse M. Gertler y P. Karadi, «A model of unconventional monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, 2011, pp. 17-24; M. Gertler y N. Kiyotaki, «Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis», en B. Friedman y M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, North-Holland, Ámsterdam, 2010.
 5 M. Goodfriend y B. McCallum, «Banking and interest rates in monetary policy analysis: a quantitative exploration», *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pp. 1480-1507.

En cuanto a la gestión de sus pasivos, una entidad de crédito puede dedicar sus recursos, humanos y de capital, a que sus clientes tengan acceso a servicios de liquidez⁶. Por ejemplo, las tecnologías electrónicas de pago, como la banca por Internet, y el uso de tarjetas de débito para retirar depósitos permiten al deudor realizar una transferencia a la cuenta del destinatario sin perder intereses antes del pago y sin incurrir en costes de transacción.

Es posible que una mejora en la percepción de las capacidades de gestión de riesgos de una entidad de crédito (por ejemplo, debida al empleo generalizado de sistemas internos de calificación del riesgo de crédito) pueda dar la impresión de que la incertidumbre sobre la capacidad de los prestatarios de devolver los préstamos sea menor que en el pasado. Una mejora percibida en la gestión de riesgos permite a las entidades de crédito cobrar a los prestatarios una prima más baja e impulsar el crédito. En lo que se refiere a la financiación, el incremento de los préstamos se financia tratando de atraer todo tipo de fondos mediante la oferta de tipos de interés más elevados.

Por lo tanto, los préstamos y M3 tienden a crecer a un ritmo similar. El impacto sobre la actividad económica es positivo y se observa una presión al alza sobre la inflación (véase gráfico B).

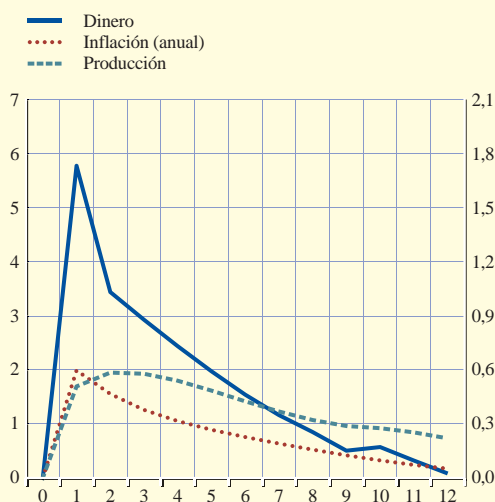
Perspectivas

Cada uno de los mecanismos analizados se centra en un elemento específico del sector bancario. Al mismo tiempo, la diversidad de enfoques indica que la banca no puede caracterizarse por un único mecanismo dominante, lo que tiene dos implicaciones para el análisis de la política monetaria: en primer lugar, los efectos derivados de los mecanismos individuales solo pueden explicar en parte el papel de los bancos en el proceso de intermediación y en la economía en su conjunto. En segundo lugar, es difícil construir un modelo de un banco que integre plenamente los diferentes mecanismos, y en la literatura académica no se dispone actualmente de tal modelo. Por ello, sería necesario conocer cómo interactúan los distintos mecanismos y cuál de ellos es, claramente, el más relevante al confrontarlo con la realidad.

6 L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, «Financial factors in economic fluctuations», *Working Paper Series*, n.º 1192, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2010.

Gráfico B Respuestas a una mejora en la percepción de riesgo de los prestatarios

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: Basadas en una versión modificada del modelo de L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno, «Financial factors in economic fluctuations», *Working Paper Series*, n.º 1192, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2010. Las repuestas son resultado de un descenso inesperado, del 1%, del riesgo de la actividad crediticia.

El tamaño de los balances de las entidades de crédito y la estructura de vencimientos de activos y pasivos es clave para la generación de liquidez. Si se adopta la opinión de que los bancos gestionan sus activos y pasivos de forma independiente, se pasa por alto la interdependencia estructural entre el activo y el pasivo del balance.

En primer lugar, a nivel de entidades individuales, las líneas de crédito, una vez concedidas a los clientes, tienen implicaciones muy similares, en términos de riesgo de liquidez, a las de los depósitos a la vista, ya que los clientes pueden retirar los depósitos y las líneas de crédito a discreción, obteniendo con ello acceso a la liquidez para acomodar

necesidades imprevistas. Sin embargo, la entidad de crédito tiene que disponer de reservas de liquidez para satisfacer esta demanda. Si las retiradas de fondos están suficientemente incorrelacionadas, los bancos tal vez puedan lograr sinergias en la reducción de riesgos ofreciendo ambos productos, mientras que un intermediario financiero no bancario no podría aprovechar tales sinergias⁹. En última instancia, es la provisión de liquidez a la economía la que tiene implicaciones macroeconómicas.

En segundo lugar, la disponibilidad de depósitos, cuya remuneración se ajusta con lentitud a los cambios en los tipos de mercado —una característica habitual de los depósitos «básicos», como los depósitos a plazo y de ahorro mantenidos por el sector privado no financiero— permite a las entidades llegar a acuerdos contractuales con los prestatarios, que no serían posibles si el intermediario quisiera financiar estas actividades a tipos de mercado¹⁰. Los depósitos protegen los costes de financiación de las entidades de crédito de fluctuaciones en los tipos de interés de mercado y les permiten facilitar a los prestatarios servicios de seguros extra frente a una evolución financiera adversa.

Por último, los préstamos a prestatarios en cuyo seguimiento las entidades deben realizar grandes esfuerzos, como los préstamos a pequeñas y medianas empresas, se financian de manera más eficiente con los depósitos «básicos», ya que estos depósitos son los que están menos sujetos a riesgo de retirada. La lentitud de la retirada de fondos puede estar relacionada con los servicios de liquidez proporcionados por la entidad de crédito, los costes de sustitución para los depositantes o la garantía de depósitos¹¹.

Estas consideraciones avalan la opinión de que la evolución relacionada con el acceso de las entidades a depósitos líquidos tiene implicaciones significativas para la actividad intermediadora, aparte de las derivadas de la evolución del crédito bancario. Desde la perspectiva de la entidad de crédito, es importante la estructura de su financiación. Además de la combinación de renta fija y renta variable, también importa la composición de vencimientos de la deuda¹². Se debería considerar que las mejoras observadas en la gestión de los pasivos

de las entidades de crédito que hacen más flexible su financiación (y, por lo tanto, facilitan la provisión de depósitos líquidos) aumentan la oferta monetaria en la economía.

2.4 OFERTA DE DINERO EN SENTIDO AMPLIO Y MACROECONOMÍA

En el corto plazo, las entidades de crédito satisfarán los cambios en la demanda de dinero que se derivan de variaciones del producto, de los tipos de interés o de las preferencias de liquidez. Sin embargo, en horizontes más prolongados, los bancos ajustarán la oferta monetaria y crediticia, así como los tipos de interés que aplican, según su estrategia de negocio.

Las variaciones en la oferta monetaria pueden afectar a la economía a través de dos canales de transmisión¹³. El primer canal se basa en el efecto de la disponibilidad del crédito en la economía, y el segundo, en el impacto de la liquidez en la asignación de las carteras de activos. Estos canales no son mutuamente excluyentes, sino que se complementan, y se presentan más adelante de forma simplificada.

DISPONIBILIDAD DEL CRÉDITO

En el primer canal, las mejoras en el proceso de intermediación atribuibles, por ejemplo, a cambios en el acceso de las entidades de crédito a la financiación relajarán las condiciones de financiación para hogares y empresas, lo que puede plasmarse en tipos de interés de los préstamos más bajos, en elementos de los contratos de préstamos, distintos del precio, más atractivos (como ratios

9 Véase A. Kashyap, R. Rajan y J. Stein, «Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Co-Existence of Lending and Deposit-Taking», *NBER Working Paper*, n.º 6962, 1999.

10 Véase M. Berlin y L. Mester, «Deposits and Relationship Lending», *The Review of Financial Studies*, vol. 12(3), 1999, pp. 579-607.

11 Véase F. Song y A. Thakor, «Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem», *The Review of Financial Studies*, vol. 20, n.º 5, 2007, pp. 2129-2177.

12 Solo en un mundo en el que se satisficieran los estrictos y poco realistas supuestos del teorema de Modigliani-Miller, el valor del banco no dependería de la composición de los pasivos. Véase R. DeYoung y C. Yom, «On the independence of assets and liabilities: Evidence from U.S. commercial banks, 1990-2005», *Journal of Financial Stability*, vol. 4, 2008, pp. 275-303.

13 Véase también el artículo titulado «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2008.

préstamo-valor más elevadas) y, en última instancia, en una mayor disponibilidad de crédito. En un entorno en el que la capacidad de gasto de algunos agentes económicos está limitada por la renta y los activos líquidos de que disponen, un acceso más fácil a la financiación aumentará el consumo real y el gasto real en inversión y, en última instancia, generará presiones inflacionistas. Un ejemplo de lo anterior se produce cuando, debido a su capacidad para titular préstamos, las entidades de crédito financian la demanda de crédito de los hogares con más facilidad y están dispuestas a conceder hipotecas en mejores condiciones a un grupo más amplio de hogares, lo que incide en la inversión en vivienda y en el consumo¹⁴.

Un elemento adicional que puede ocasionar cambios en la disponibilidad del crédito para los hogares y las empresas se deriva de los avances en las técnicas de gestión de riesgos de las entidades, en particular en lo que se refiere a la financiación del riesgo, que comprende tanto el desajuste en el vencimiento residual de activos y pasivos como la incapacidad de liquidar activos con rapidez o renovar las fuentes de financiación existentes¹⁵. La mejora en la mitigación de riesgos para un nivel dado de financiación y de capital bancario permite a las entidades de crédito asumir más riesgos de crédito¹⁶. Otro elemento que podría afectar a la capacidad de los bancos de ofrecer intermediación está relacionado con la evolución de su nivel de capital. Acontecimientos que provocan una mejora en el nivel de capital de las entidades de crédito pueden incrementar su capacidad de ampliar sus tenencias de activos, pudiendo inducir con ello un proceso de apalancamiento. Como resultado de este mecanismo, lo que pueden parecer pequeños incrementos en el valor de la entidad de crédito podrían ampliarse a nivel agregado a través de la relajación de las restricciones crediticias¹⁷.

Estos mecanismos ponen de manifiesto la existencia de restricciones crediticias vinculantes en la economía. No obstante, en la medida en que los cambios observados en el proceso de intermediación dan lugar a costes menores para los bancos, ello puede transmitirse a los clientes en forma de tipos de interés de los depósitos más elevados y/o

de tipos de interés de los préstamos más reducidos. Este efecto sobre los tipos de interés afectará al valor actual neto de los proyectos de inversión y a la asignación intertemporal del consumo. A nivel agregado, afectará al gasto y, en última instancia, a la inflación. Los cambios en el proceso de intermediación pueden dejar sentir sus efectos, además de en el nivel de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, en otros apartados, como, por ejemplo, en la velocidad del ajuste de los tipos de interés bancarios a los tipos de interés de mercado.

EFECTO DE LA LIQUIDEZ

Por lo general, los agentes económicos que toman prestado de las entidades de crédito lo hacen para adquirir bienes y servicios, transfiriendo de este modo los depósitos recién creados a otros agentes de la economía. Este hecho permite la aparición del segundo canal a través del cual las mejoras en la intermediación y en los sistemas de pago tienen implicaciones macroeconómicas mediante los efectos de la liquidez y los ajustes de cartera. A corto plazo, estos depósitos pueden mantenerse como colchón de liquidez, pero, a medio plazo —a menos que la demanda de dinero por parte de estos agentes haya cambiado— los agentes económicos no estarán dispuestos a mantener depósitos «extra». En esta situación, puede que algunos agentes deseen devolver sus préstamos al banco, provocando con ello una reabsorción de los depósitos. Cabe la posibilidad de que los agentes también utilicen los depósitos «extra» para comprar otros bienes y servicios,

- 14 Este proceso se destaca en la literatura sobre el canal del crédito bancario, véase B. Bernanke y A. Blinder, «Credit, Money and Aggregate Demand», *American Economic Review*, vol. 78, 1988, pp. 435-439.
- 15 I. Fender y P. McGuire, «Bank structure, funding risk and the transmission of shocks across countries: concepts and measurement», *BIS quarterly review*, septiembre de 2010, pp. 63-79.
- 16 Véanse C. Borio y H. Zhu, «Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?», *Working Paper Series*, 268, BPI., diciembre de 2008; A. Maddaloni y J.-L. Peydro, «Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and U.S. Lending Standards», *Review of Financial Studies*, vol. 24(6), 2011, pp. 2121-2165.
- 17 M. Woodford, «Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24(4), otoño de 2010, pp. 21-44. Véase también P. Aghion, D. Hemous y E. Kharroubi, «Credit constraints, cyclical fiscal policy and industry growth», *Working Paper Series*, n.º 340, BPI, febrero de 2011.

colocando a los vendedores en una situación similar. Finalmente, la circulación de los depósitos en la economía generará una mayor demanda de bienes y servicios, contribuyendo a las presiones inflacionistas y equilibrando las tenencias reales de dinero con la demanda monetaria¹⁸. Otros agentes económicos pueden emplear esos depósitos «extra» para adquirir activos con el fin de reestructurar sus carteras, dadas las diferentes propiedades de riesgo y de rendimiento del dinero, de la renta fija y de la renta variable. Este ajuste ejercerá presiones al alza sobre los precios de otras categorías de activos, lo que reducirá los rendimientos y aumentará el valor actual neto de la inversión real en capital¹⁹.

Tanto la disponibilidad del crédito como los efectos de la liquidez inducen una mayor demanda agregada. Sin embargo, algunos avances en el sector bancario que liberan recursos del proceso de intermediación también alteran la capacidad de producción del resto de la economía. Este efecto tiende a moderar las presiones inflacionistas. Por el contrario, otros cambios que no liberan recursos para el resto de la economía (por ejemplo, variaciones en la valoración de los riesgos por parte de las entidades de crédito) afectan fundamentalmente a la demanda agregada y, por tanto, tienen un efecto inflacionista mayor. A la hora de ejecutar la política monetaria, conviene considerar los tres efectos.

3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA

En los últimos años se han producido cambios en la manera en la que las entidades de crédito llevan a cabo la intermediación financiera, que probablemente tengan efectos duraderos en las prácticas de gestión del activo y del pasivo. Más adelante se ilustran concretamente los cambios acaecidos en la financiación de los bancos, en el contexto del debate planteado en la sección 2.3 sobre el papel de los bancos en la oferta de dinero en sentido amplio. Las innovaciones observadas en el tratamiento de la información, en la tecnología de las comunicaciones y en los mercados financieros, como las plataformas de negociación electrónicas,

los sistemas internos de calificación del riesgo de crédito y la titulización de activos o la internacionalización de la financiación bancaria, han influido en la resistencia de las entidades al riesgo de financiación. La mejora de la gestión de los riesgos de financiación permite a las entidades de crédito efectuar más transformación de vencimientos, utilizando en mayor medida la financiación mediante depósitos líquidos y contribuyendo, por tanto, a un aumento de la oferta monetaria.

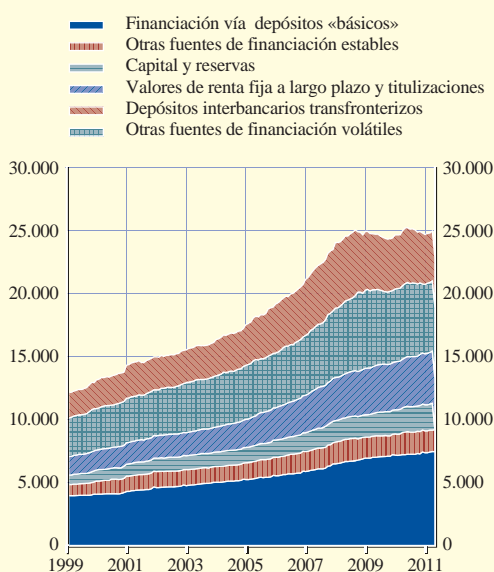
Las entidades de crédito de la zona del euro aumentaron gradualmente el tamaño de sus balances entre 1999 y septiembre de 2008, duplicándose así los principales pasivos reconocidos. Desde finales de 2008, el tamaño del balance se ha estancado en torno a ese nivel (véase gráfico 2). Un elemento importante para valorar las condiciones de financiación es el sector de contrapartida que mantiene los activos. Un depósito puede tener implicaciones de financiación para el banco muy diferentes, dependiendo de si es un hogar o un fondo de inversión el que lo mantiene, debido a la distinta probabilidad de que se renueve. Es, por tanto, importante, distinguir entre fuentes de financiación estables o volátiles. Las fuentes de financiación estables proporcionan aproximadamente la mitad de los fondos que necesitan los bancos, e incluyen, principalmente, los depósitos del sector privado no financiero y los valores de renta fija a largo plazo mantenidos por las instituciones distintas de IFM (véase sección 3.1). Las fuentes de financiación volátiles comprenden sobre todo valores de renta fija a corto plazo y depósitos a corto plazo de los intermediarios financieros. En este sentido, los depósitos transfronterizos obtenidos de otras entidades de crédito han sido un componente importante. En general, los depósitos son el pasivo principal de las entidades de crédito de la zona del euro, mientras que la pequeña parte restante consiste en valores de renta fija, capital y reservas. Las perspectivas

18 Véase, por ejemplo, S. Berry et ál., «Interpreting movements in broad money», *Bank of England Quarterly Bulletin*, tercer trimestre de 2007, p. 378.

19 Véanse J. Tobin, «A general equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n.º 1, 1969, pp. 15-29; A. Meltzer, «Monetary, credit (and other) transmission processes: a monetarist perspective», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n.º 4, 1995, pp. 49-72.

Gráfico 2 Estructura de los principales pasivos de las entidades de crédito de la zona del euro

(mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos calendario)



Fuente: BCE.

Notas: La financiación mediante depósitos «básicos» comprende los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras. La financiación de otras fuentes de financiación estables incluye los depósitos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, los depósitos a plazo a más de tres meses mantenidos por otros intermediarios financieros no monetarios, todos los depósitos de las Administraciones Públicas, excluida la Administración Central, y todos los depósitos de residentes fuera de la zona del euro, excepción hecha de los bancos. La financiación de otras fuentes de financiación volátiles consta de depósitos a corto plazo de las empresas de seguros y fondos de pensiones, todos los depósitos de otros intermediarios financieros no monetarios que no están relacionados con la titulización, todos los depósitos de la Administración Central y los valores de renta fija de las IFM con vencimiento inicial hasta un año. Los valores de renta fija a largo plazo y la titulización comprenden los valores de renta fija de las IFM con vencimiento inicial superior a un año y depósitos a plazo a más de un año de otros intermediarios financieros no monetarios.

de la zona del euro ocultan, sin embargo, una considerable heterogeneidad entre los países miembros, debido, entre otros factores, a la estructura y a la concentración del sector bancario, así como a las prácticas contables y al entorno regulador.

3.1 TITULIZACIÓN Y EMISIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA

Las entidades de crédito gestionan el desfase de vencimientos entre los activos y los pasivos emitiendo valores de renta fija que son congruentes en términos de vencimiento con la actividad crediticia. Una diferencia fundamental entre la financia-

ción de mercado y la financiación tradicional mediante depósitos es que, en el primer caso, el banco tiene que pagar a los inversores una prima de riesgo más elevada que en la financiación tradicional mediante depósitos, ya que estos últimos están garantizados, en cierta medida, por los Gobiernos. Otra diferencia importante es que, en condiciones normales de mercado, la financiación de mercado puede ajustarse a las necesidades, mientras que la financiación mediante depósitos se adapta con más lentitud. En las dos últimas décadas, el rápido crecimiento de los activos gestionados por los inversores institucionales ha significado que las entidades de crédito han podido disponer de un amplio conjunto de fondos de mercado al que se podía recurrir haciendo uso de productos complejos. Ello ha contribuido a la expansión de la titulización y del mercado de bonos garantizados.

Desde la perspectiva del análisis monetario, hay tres elementos importantes. En primer lugar, el análisis monetario está interesado en la interacción del dinero y del crédito, que suelen fluctuar de forma bastante estrecha. La financiación de mercado puede debilitar esta relación, tanto de forma temporal como de manera más duradera. En segundo lugar, a través de la titulización, los préstamos registrados en los balances de las entidades de crédito, que tradicionalmente eran ilíquidos, están disponibles ahora para inversores que no pertenecen al sector bancario. La titulización, si se lleva a cabo de forma adecuada, presenta economías de escala, en parte porque los bancos utilizan modelos automáticos internos de calificación del riesgo de crédito —una tecnología con una ratio reducida entre costes variables y costes fijos— para evaluar las solicitudes de préstamos antes de empaquetarlos y venderlos. También supone una fuente de financiación adicional a escala internacional, al hacer negociable la cartera de préstamos y, así, levantar las restricciones cuantitativas implícitas en el tamaño de la base de depósitos local. En tercer lugar, una mayor dependencia de la financiación de mercado frente a la financiación mediante depósitos implica que los bancos con carteras de préstamos de difícil valoración probablemente tengan que hacer frente a costes de financiación elevados y variables. La percepción de los mercados financieros

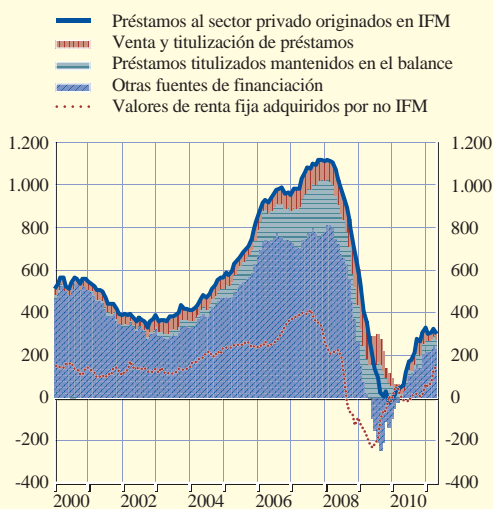
puede influir en la capacidad y en los incentivos para conceder créditos, ya que es probable que las entidades sean más sensibles a las percepciones de los inversores y a las condiciones generales de los mercados financieros²⁰.

El gráfico 3 muestra el flujo anual de préstamos originados en las IFM y concedidos al sector privado de la zona del euro, así como las distintas medidas de financiación de mercado. Las actividades de titulización y venta de préstamos están intrínsecamente relacionadas con las operaciones de préstamo. Desde 1999, la titulización y venta de préstamos ha desempeñado un papel cada vez más importante en la financiación del crecimiento del crédito, hasta la crisis financiera que derivó en un cierre del mercado. Las entidades de crédito han seguido titulizando activos con el fin de crear activos de garantía para su utilización en las operaciones de financiación del Eurosistema, lo que ha llevado a la «titulización retenida». Además, la venta de préstamos a los «bancos malos» ha constituido un segundo elemento desde 2010²¹. En el gráfico 3 se identifican los préstamos dados de baja del ba-

lance de las IFM por venta o titulización, así como los préstamos titulizados que, debido al tratamiento contable, se mantienen en el balance, pero han sido financiados mediante la emisión de valores por una sociedad instrumental dedicada a operaciones de titulización. Por último, el gráfico presenta el volumen de emisión de valores de renta fija a más de un año. Es probable que la emisión haya contribuido a financiar no solo los préstamos, sino también el balance completo. La financiación de mercado desempeñó un papel de apoyo en el período de fuerte crecimiento del crédito, proporcionando cada vez más fondos a los bancos de manera flexible. Sin embargo, el gráfico 3 muestra también que una parte importante del crecimiento de los préstamos en la zona del euro se ha financiado recurriendo a otras fuentes, como los depósitos. Así pues, gran parte del crecimiento de los préstamos en la zona del euro sigue basándose en el modelo tradicional de banca, denominado «origina y mantén», que subraya la importancia de la relación entre el dinero y el crédito para calcular el efecto del sector bancario en el macroeonomía.

Gráfico 3 Financiación de mercado de los préstamos de las IFM al sector privado

(flujos anuales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Los préstamos titulizados que se mantienen en el balance se calculan mediante la variable *proxy* depósitos a plazo a más de un año en el sector de intermediarios financieros no monetarios, excluidas las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

3.2 INTERNACIONALIZACIÓN DE LA FINANCIACIÓN INTERBANCARIA

La internacionalización de la financiación interbancaria durante la pasada década ha tenido un profundo impacto en la gestión de los pasivos de las entidades de crédito. Desde la perspectiva del análisis monetario, esta evolución se ha de tener en cuenta, ya que es probable que el acceso a mercados internacionales profundos y líquidos mitigue los riesgos de financiación que afrontan las entidades y, por tanto, facilite la provisión de dinero y crédito a la economía²². Entender los modelos de financiación de las entidades de crédito y las interrelaciones que existen entre los bancos que operan internacionalmente, y dentro de ellos, es

20 L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «The bank lending channel: lessons from the crisis», *Working Paper Series*, n.º 1335, BCE, Fráncfort del Meno, 2011.

21 Véase el recuadro titulado «Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los «bancos malos» sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, enero de 2011.

22 Véase el artículo titulado «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2008.

importante para evaluar el impacto de las condiciones internacionales de liquidez en el crecimiento monetario y crediticio de la zona del euro. En este sentido, el análisis monetario puede ser decisivo para entender estos efectos.

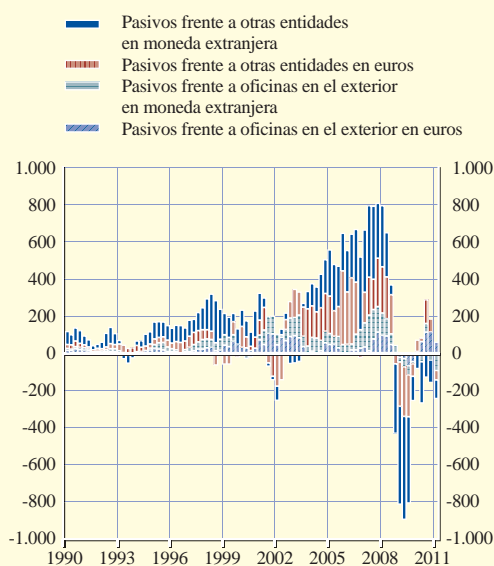
El gráfico 4 ilustra la expansión de la financiación interbancaria transfronteriza de las entidades de crédito cuya sede se encuentra en un país de la zona del euro. Se distinguen los fondos provenientes de otros bancos de aquellos otros que proceden de las filiales radicadas fuera del país de origen. Asimismo, se distinguen los fondos según sea o no el euro la moneda en que están denominados. En el gráfico se muestra que los fondos transfronterizos obtenidos por las entidades de crédito se incrementaron gradualmente hasta 2011, correspondiendo el porcentaje más importante a los pasivos denominados en moneda extranjera. A lo largo de este período, las oficinas en el exterior pertenecientes al mismo grupo bancario desempeñaron un papel marginal a la hora de atraer fondos. A partir de

2003, la apertura de depósitos transfronterizos aumentó sustancialmente en un entorno de creciente liquidez a escala mundial, lo que estuvo asociado al desempeño de un papel más significativo por parte de estas oficinas, así como a un porcentaje más elevado de depósitos denominados en euros.

Estas circunstancias modificaron las opciones de que disponían las entidades a la hora de adoptar decisiones respecto a su financiación. El creciente alcance internacional de las entidades de crédito de la zona del euro contribuyó al desarrollo de mercados internos de capitales y al movimiento de los fondos líquidos entre las oficinas nacionales y exteriores dependiendo de las necesidades relativas. La disponibilidad de dichos mercados a los grandes bancos aísla, por una parte, la actividad crediticia de las condiciones de financiación locales y, por otra, transmite los *shocks* de liquidez locales a otras partes de la entidad. Además, la integración financiera de la zona del euro incrementa la disponibilidad de depósitos denominados en euros provenientes del exterior.

Gráfico 4 Financiación interbancaria transfronteriza de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos anuales en mm de euros)

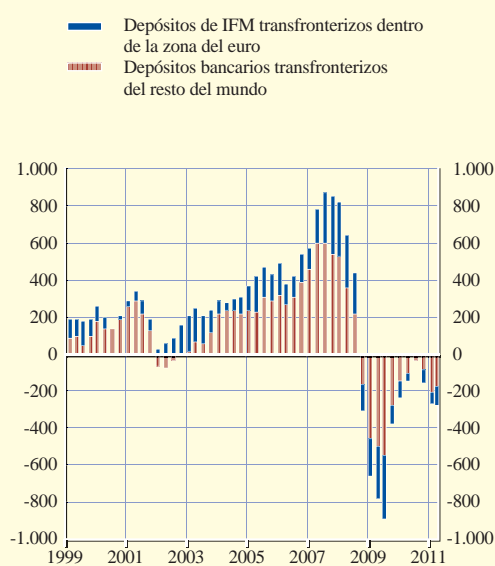


Fuente: BPI.

Nota: Se dispone de datos del BPI sobre el sector bancario, por país, para las entidades con sede en Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo y Países Bajos.

Gráfico 5 Depósitos de las IFM de la zona del euro recibidos de otras IFM y de entidades de crédito residentes en el resto del mundo

(flujos anuales en mm de euros; datos sin desestacionalizar y sin ajustar de efectos calendario)



Fuente: BCE.

Los bancos de la zona del euro que tenían que hacer frente a una fuerte demanda de crédito pudieron, así, financiar la expansión de sus balances en euros, sin tener que gestionar riesgos de tipo de cambio.

Los gráficos 4 y 5 también muestran el mayor papel de la financiación internacional, ilustrado por el alto porcentaje de depósitos transfronterizos financiados por entidades extranjeras no vinculadas. Estos depósitos, recibidos de entidades de crédito radicadas en el resto del mundo, estaban denominados principalmente en moneda extranjera. En parte, estos fondos se reinvertieron después en activos exteriores, pero, en general, los bancos de la zona del euro registraron entradas de depósitos entre 2004 y 2008. El período de intensa internacionalización de la financiación bancaria coincidió con un fuerte crecimiento monetario y crediticio en la zona del euro. Con la quiebra de Lehman Brothers, las entidades de la zona del euro sufrieron significativas salidas de depósitos bancarios transfronterizos, principalmente por la retirada de depósitos de los depositantes que no eran filiales.

La internacionalización de la financiación bancaria afectó a la oferta de dinero en la zona del euro, mucho más que por el importe de la financiación interbancaria neta recibida, por facilitar el proceso de intermediación. Efectivamente, en el período transcurrido hasta 2008, el acceso a mercados financieros internacionales profundos y líquidos redujo los riesgos de financiación de las entidades de crédito y, por tanto, mitigó los problemas que tenían los bancos para gestionar la liquidez, como, por ejemplo, las restricciones cuantitativas para refinanciar el crecimiento del crédito a los hogares. Posteriormente, es probable que, con el estallido de la crisis financiera, la retirada de financiación internacional haya contribuido a la transmisión de las presiones de financiación a escala mundial a la zona del euro y a la percepción de una reducción de la liquidez.

3.3 SERVICIOS MONETARIOS DE LOS INSTRUMENTOS MONETARIOS DE LA ZONA DEL EURO

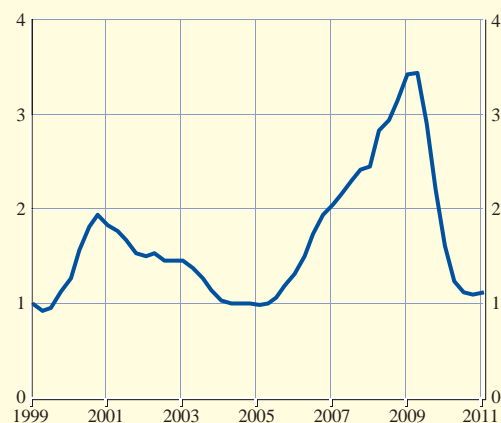
Desde la perspectiva del análisis monetario, los depósitos básicos que mantienen los hogares y las so-

ciudades no financieras de la zona del euro son de especial importancia, ya que representan un tercio de los principales pasivos del balance agregado de los bancos. El grueso de estos depósitos puede retirarse con un plazo de preaviso relativamente corto. Sin embargo, en la práctica, estos depósitos se mantienen de manera bastante continua, proporcionando, así, una fuente fiable de financiación a los bancos. A cambio, los depositantes reciben una compensación por mantener estos instrumentos en forma de remuneración de tipos de interés y de servicios monetarios. Los servicios monetarios compensan a los depositantes por el interés que dejan de ganar al mantener depósitos líquidos en lugar de activos con mayor rentabilidad, pero menos líquidos.

Durante el período de intenso crecimiento monetario comprendido entre 2004 y 2008, se observó un fuerte avance de los depósitos de M3, impulsado principalmente por los depósitos a corto plazo. Al mismo tiempo, los depósitos a un día contribuyeron positivamente a la expansión de los pasivos bancarios, pese a que el coste de oportunidad de mantener dichos depósitos aumentó considerablemente

Gráfico 6 Servicios monetarios en relación con el PIB real

(porcentaje)



Fuentes: Estimaciones del BCE.

Notas: Los servicios de liquidez se calculan como media ponderada de la diferencia entre la remuneración de cada instrumento monetario y el rendimiento del activo de referencia que se considera que no proporciona servicios de liquidez. Las ponderaciones son los porcentajes relativos de los instrumentos monetarios en M3.

durante este período. Ello significa que los servicios monetarios consumidos por los depositantes se incrementaron durante este período, como se muestra en el gráfico 6, que presenta una medida *proxy* de los servicios monetarios en relación con el PIB obtenidos por el sector tenedor de dinero de la zona del euro por mantener instrumentos monetarios líquidos²³. El fuerte incremento de esta medida de servicios monetarios entre 2005 y 2009 sugiere que, durante este período, los agentes económicos atribuyeron un elevado valor a estos servicios. No queda claro si esto refleja una mayor preferencia por estos servicios o si las mejoras observadas en los depósitos contribuyeron a que la valoración fuera más alta. Evidentemente, esta *proxy* supone que el diferencial de tipos de interés solo recoge los servicios monetarios y no está contaminada por otros factores, como la competencia imperfecta en el sector bancario.

La disponibilidad de una importante base de depósitos implica que las entidades de crédito pudieron financiar sus operaciones de préstamo con tipos de interés atractivos. Al mismo tiempo, puede haber contribuido a aislar la transmisión de los tipos de mercado a los tipos de interés de los préstamos aplicados por las entidades de crédito a su clientela (véase el recuadro 3, titulado «Margen de intermediación y condiciones de financiación de las entidades de crédito») durante el período de fuerte crecimiento del crédito hasta el inicio de las tensiones financieras, lo que habría dado lugar a una mayor oferta monetaria en la economía.

²³ Los servicios de liquidez se calculan como media ponderada de la diferencia entre la remuneración de cada instrumento monetario y el rendimiento del activo de referencia que se considera que no proporciona servicios de liquidez. Las ponderaciones son las participaciones relativas de los instrumentos monetarios en M3. Para más información, véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, capítulo 3, anexo 4, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

Recuadro 3

MARGEN DE INTERMEDIACIÓN Y CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La estructura y las condiciones de las fuentes de financiación de las entidades de crédito son importantes determinantes del diferencial de intermediación financiera, que, a su vez, constituye una parte sustancial de los beneficios de los bancos. En la zona del euro, los depósitos básicos mantenidos por los hogares y las sociedades no financieras son una fuente principal de financiación estable para los bancos. Así pues, la evolución de los mercados de depósitos y su impacto en el margen de intermediación entre préstamos y depósitos es un elemento clave para efectuar un seguimiento y analizar el margen de intermediación financiera total de los bancos de la zona del euro. En este recuadro se presenta una breve descripción de la evolución de los márgenes de intermediación entre los préstamos y los depósitos de las entidades de crédito de la zona del euro, en vista de los cambios registrados en las condiciones de financiación del sector bancario.

En líneas generales, cabe esperar que la fijación de los tipos de interés por parte de las entidades de crédito, que se refleja en el diferencial de tipos de interés de los depósitos y de los préstamos, dependa del grado de competencia (o del poder de mercado de las entidades) y de factores relacionados con el coste de intermediación, tales como el riesgo de tipo de interés, el riesgo de crédito, el grado de aversión al riesgo de las entidades de crédito, los gastos de explotación unitarios, el capital y la liquidez de las entidades, y la diversificación de productos¹. Sin embargo, los determinantes más directos de los tipos de interés de los préstamos y los depósitos aplicados por las entidades de crédito a los hogares y a las empresas son los tipos de interés oficiales (y, por lo tanto, los tipos de mercado)

¹ Para una descripción más detallada de la transmisión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito, véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2009.

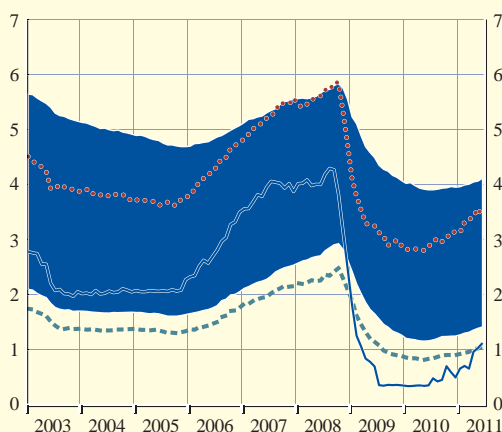
(véase gráfico A). Lo anterior refleja el típico resultado empírico de que los tipos de interés de los depósitos tienden a reaccionar con lentitud ante variaciones de los tipos de mercado y, por lo tanto, de que el diferencial entre los tipos de mercado y los tipos de los depósitos se mueve, por lo general, en paralelo con el tipo de interés a corto plazo. Especialmente en el período previo a la quiebra de Lehman Brothers, los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo se situaban por encima del tipo de interés compuesto de los depósitos, una configuración que se invirtió durante la crisis financiera y se mantuvo así hasta hace poco. Los tipos de interés bancarios se han reducido en menor medida que los del mercado monetario. La situación monetaria, en general, y la disponibilidad de fondos provenientes de los clientes, en particular, puede que afecten a la fijación de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela.

En el gráfico A se presentan las dos medidas del diferencial entre préstamos y depósitos, un diferencial de intermediación marginal que es la diferencia entre los tipos de interés compuestos de las nuevas operaciones y un diferencial medio de intermediación basado en los saldos vivos. La primera medida puede considerarse una variable *proxy* de las condiciones ofrecidas a los clientes bancarios, mientras que la segunda medida está relacionada con el margen de intermediación total y la rentabilidad de las entidades de crédito. El hecho de que el diferencial marginal de intermediación esté generalmente por debajo del diferencial medio de intermediación sugiere que el coste de la intermediación bancaria se está reduciendo a lo largo del tiempo. Esta reducción puede observarse en el gráfico B, que muestra un lento descenso del diferencial medio de intermediación desde 2003, como resultado, en parte, de que los menores diferenciales marginales afectan al diferencial medio de intermediación al renovarse gradualmente las operaciones. Efectivamente, el tipo de interés compuesto de las nuevas operaciones de préstamo parece haber disminuido más que el tipo compuesto de los depósitos, reduciendo con ello el diferencial medio de intermediación.

Gráfico A Diferencial préstamos-depósitos y EONIA

(porcentajes anuales; puntos porcentuales)

- Diferencial de intermediación préstamos-depósitos basado en los saldos vivos
- Tipo compuesto de las nuevas operaciones de préstamo
- Tipo compuesto de las nuevas operaciones de depósito
- EONIA

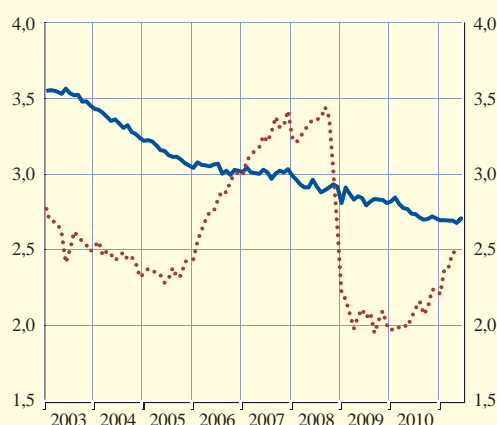


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Gráfico B Diferencial de intermediación préstamos-depósitos

(puntos porcentuales)

- Medio
- Marginal



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

4 CONCLUSIONES

En este artículo se ha argumentado que el comportamiento de las entidades de crédito tiene importantes implicaciones para la macroeconomía. El examen de la evolución del dinero y del crédito para su utilización en el análisis monetario facilita información sobre el funcionamiento de la actividad intermediadora de los bancos. Dicho examen contribuye a identificar en el momento oportuno la propagación de los cambios en el comportamiento bancario a las tendencias económicas a largo plazo, a través del ciclo económico. En este sentido, es probable que las innovaciones en cuanto a tecnología y gestión operativa sean duraderas. Sin embargo, los cambios que dan lugar en el comportamiento de los bancos pueden desarrollarse a lo largo del tiempo, lo que hace que resulte difícil valorar la importancia relativa de los efectos a corto plazo con respecto a los efectos más persistentes sobre la economía. Además, en este sentido las expectativas de los agentes en relación con los cambios en la actividad intermediadora de las entidades de crédito, que evoluciona con el tiempo, son también esenciales. No obstante,

para formular la política monetaria hay que tener en cuenta el comportamiento de los bancos en lo que se refiere a la intermediación, así como su percepción por los hogares y las empresas.

Los ejemplos descritos en el artículo ilustran cómo los cambios en el comportamiento de financiación de las entidades de crédito contribuyeron al período de fuerte crecimiento del crédito comprendido entre 2004 y 2008. La crisis financiera y la respuesta en materia de regulación puede que den lugar a otros cambios en el sector bancario, como es evidente en el nuevo marco regulatorio internacional para las entidades de crédito (Basilea III). Por ejemplo, la aplicación de la ratio de cobertura de liquidez (o ratio a corto plazo) y de la ratio de financiación neta estable (o ratio a largo plazo) es probable que provoque ajustes en la manera en que se lleva a cabo y se valora la transformación de vencimientos. En el futuro, la identificación en tiempo real de los efectos de la evolución de la oferta monetaria constituirá una contribución importante del análisis monetario a la evaluación de la orientación de política monetaria apropiada.

CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN Y SU IMPACTO EN LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ZONA DEL EURO

ARTÍCULOS

Características estructurales de los sectores de la distribución y su impacto en la evolución de los precios de la zona del euro

Los sectores de la distribución (que se componen, principalmente, del comercio mayorista y del comercio minorista) son sectores clave de la economía, que tienen, además, una relevancia significativa para los responsables de la política monetaria, ya que actúan como principal conexión entre productores y consumidores y, en última instancia, los precios de la mayoría de los bienes de consumo se fijan en estos sectores. El presente artículo tiene por objeto analizar las características estructurales de estos sectores y entender hasta qué punto dichas características, junto con otros indicadores, contribuyen a explicar las diferencias en la dinámica y los niveles de precios dentro de la zona del euro.

Los sectores de la distribución presentan diferencias significativas, tanto entre los distintos países de la zona del euro como entre los propios subsectores. Han experimentado transformaciones considerables, incluidos una concentración y una internacionalización cada vez mayores y un cambio en los formatos minoristas. Concretamente, ha aumentado la cuota de mercado que representan los supermercados y los hipermercados, al igual que el número de marcas blancas; al mismo tiempo, también ha crecido el número de establecimientos de descuento. Todos estos cambios influyen en la competencia y en la estructura de costes y desempeñan un papel importante a la hora de determinar los márgenes, lo que afecta a los precios de consumo finales de la zona del euro.

Las principales conclusiones del artículo son las siguientes: a) las características estructurales y regulatorias de los sectores de la distribución ayudan a explicar las diferencias en los niveles de precios entre unos países y otros; b) una mayor competencia se asocia a variaciones más frecuentes de los precios en el subsector minorista; c) una mayor concentración de los mercados a nivel regional se asocia a un mayor crecimiento de los precios de los alimentos y las bebidas en el período reciente, y d) con respecto a la magnitud y la velocidad de la transmisión de los costes, los precios industriales reaccionan con mayor rapidez e intensidad que los precios de consumo frente a las perturbaciones de los costes, mientras que las diferencias en los formatos minoristas también desempeñan un papel.

Desde una perspectiva de política económica, el análisis ha puesto de manifiesto la importancia y la necesidad de seguir adelante con las reformas estructurales, lo que debería fomentar la competencia en los sectores de la distribución. Una medida crucial para seguir avanzando sería la plena adopción de la Directiva de Servicios, a fin de mejorar el funcionamiento del Mercado Único.

I INTRODUCCIÓN

Los sectores de la distribución, que se componen, principalmente, del comercio mayorista y del comercio minorista, son sectores clave de la economía. En su calidad de principal conexión entre los productores y los consumidores (el comercio minorista representa alrededor de la mitad del consumo privado), los sectores de la distribución no solo son importantes desde el punto de vista económico por derecho propio, sino también, especialmente, desde un punto de vista de política monetaria. La mayoría de los precios de los bienes de consumo se fijan, en última instancia, en estos sectores. El «valor añadido» del servicio de intermediación prestado por los sectores de distribu-

ción es sustancial y representa, en promedio, alrededor del 25% de los precios de los bienes de consumo.

Los márgenes en los sectores de la distribución pueden ser considerables y, pese a los casi 20 años de existencia del Mercado Único, todavía difieren significativamente de un país a otro, mientras que el comercio transfronterizo sigue siendo limitado. El objetivo del presente trabajo es arrojar luz sobre estos aspectos examinando, concretamente, a) las principales características y problemas de los sectores de la distribución de la zona del euro desde una perspectiva de política monetaria, y b) el impacto de dichas características en los niveles y la dinámica de precios.

El presente artículo se basa, en gran medida, en el informe 2011 Eurosystem Structural Issues Report on «Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area»¹ y se estructura como sigue: en la sección 2 se presenta una panorámica de los sectores de la distribución de la zona del euro conforme a tres temas principales (las principales características y tendencias estructurales, la naturaleza y el impacto de la regulación, y la medición y la evaluación de la competencia); en la sección 3 se analiza el impacto de dichas características en los niveles y la dinámica de precios; en la sección 4 se presentan las conclusiones.

2 CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN DE LA ZONA DEL EURO

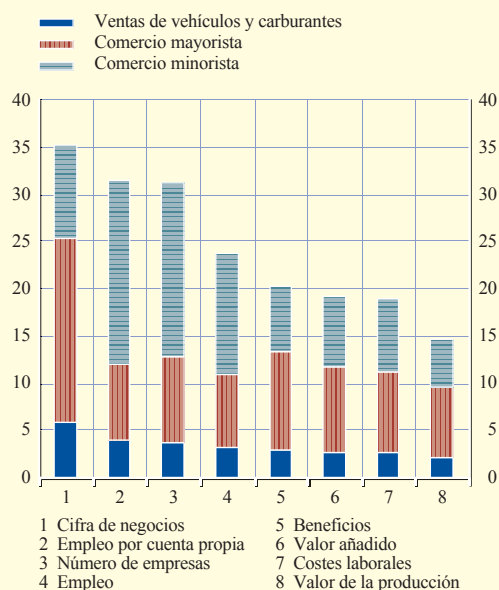
2.1 PANORÁMICA DE LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN

Los sectores de la distribución prestan un servicio de intermediación entre productores y consumidores. Aunque, en general, no producen bienes por sí mismos (si bien esto está cambiando con la creciente importancia de las marcas blancas), sí prestan un servicio económico clave. Los sectores de la distribución abarcan tres áreas amplias: las ventas de vehículos y carburantes, el comercio mayorista y el comercio minorista². En general, las empresas mayoristas no venden directamente a los consumidores, sino más bien a empresas y minoristas, mientras que estos últimos suelen vender directamente a los consumidores.

Dependiendo de qué medida se utilice, los sectores de la distribución representan alrededor de un tercio de la economía de mercado, excluidos los sectores agrícola y financiero (si se consideran la cifra de negocios total, el número de empresas y el empleo por cuenta propia), y alrededor del 15 %-25 % de estos sectores si se utilizan otros indicadores (como el valor añadido y el empleo total) (véase gráfico 1). Aunque con arreglo a algunas medidas (principalmente, el valor añadido) el subsector de comercio mayorista es mayor que el de comercio

Gráfico 1 Participación de los sectores de la distribución en la economía de mercado, excluidos los sectores agrícola y financiero

(2006; porcentajes)



Fuentes: Base de datos SBS de Eurostat y cálculos de los expertos del Eurosistema.

minorista, en el presente artículo la atención se centra en este último, que es más importante en términos de empleo directo, debido a sus estrechos vínculos con los consumidores y los precios de consumo.

¿CUÁLES SON SUS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS?

Los sectores de la distribución, en general, y el subsector de comercio minorista, en particular, se distinguen del resto de los sectores de la economía de mercado por una serie de rasgos que los diferencian. Un análisis demográfico de los sectores de la distribución de la zona del euro sugiere que todavía se encuentran sumamente fragmentados (predominan las microempresas y las pequeñas empresas), pero van avanzando lentamente hacia la concentración (el número de empresas más grandes ha aumentado ligeramente). En general, son más intensivos en mano de

1 Banco Central Europeo (2011), «Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area», *Structural Issues Report*.

2 En el presente artículo no se analizan las ventas de vehículos y carburantes, por tratarse de un sector aparte con características muy diferentes, debido en parte a los estrechos vínculos que existen entre las empresas de estos sectores y el sector del automóvil.

obra y emplean, en promedio, trabajadores menos cualificados. Los márgenes de beneficio, tanto en el subsector minorista como en el mayorista, se sitúan por debajo de la media del total de la economía, pero esto podría reflejar un alto grado de actividad (por unidad de capital empleada) más que fuertes presiones competitivas. Los márgenes se analizan con más detalle a continuación, en la sección 2.3.

En términos de características del mercado de trabajo, los sectores de la distribución se diferencian notablemente del resto de la economía, caracterizándose los sectores en su conjunto, y el subsector minorista en particular, por porcentajes superiores a

la media de empleo por cuenta propia, trabajo a tiempo parcial y participación de las mujeres y los jóvenes (en el caso de los menores de 25 años, con un porcentaje de algo más del 40% del empleo total de la zona del euro).

La productividad relativamente baja de estos sectores es uno de los principales factores determinantes de la creciente brecha de productividad agregada entre la zona del euro y Estados Unidos. El crecimiento de la productividad es especialmente bajo en el subsector minorista de la zona del euro (véase el recuadro 1, «Productividad del trabajo en los sectores de la distribución: comparación con Estados Unidos»).

Recuadro 1

PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO EN LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN: COMPARACIÓN CON ESTADOS UNIDOS

La acusada divergencia en el crecimiento de la productividad entre la zona del euro y Estados Unidos desde mediados de los años noventa es un importante motivo de preocupación para los responsables de la política económica. Más recientemente, se ha sugerido que gran parte del creciente diferencial entre las dos economías puede atribuirse al deficiente crecimiento de la productividad en las ramas de servicios en la zona del euro¹. A continuación, con información proveniente de la base de datos EU KLEMS, se examina la evolución comparativa de la productividad en la zona del euro y en Estados Unidos, prestando especial atención a la evolución de los sectores de la distribución.

Más de una tercera parte del aumento de la brecha de productividad entre Estados Unidos y la zona del euro durante el período 1995-2007 fue atribuible a los sectores de la distribución². Si bien las tasas de crecimiento de la productividad en dichos sectores se redujeron en ambas economías entre los años 1995 y 2007, el diferencial siguió siendo amplio —2,2 puntos porcentuales en el subsector minorista—, casi el triple de la media del total de la economía (véase cuadro).

1 Véanse, por ejemplo, Banco Central Europeo (2006), «Competition, productivity, and prices in the euro area service sector», *Occasional Paper Series*, n.º. 44, y B. Van Ark, R. H. McGuckin y M. Spiegelman (2005), «The Retail Revolution: Can Europe Match U.S. Productivity Performance?», Conference Board, marzo.

2 Tras casi dos décadas de crecimiento comparable, el crecimiento de la productividad del agregado de la zona del euro se ha reducido progresivamente desde mediados de los años noventa, registrando un promedio de solo un 1,3% anual entre 1995 y 2007, frente a un 2% anual, aproximadamente, en Estados Unidos (véase cuadro). Como resultado, la productividad agregada de la zona descendió desde casi un 90% del nivel de Estados Unidos hasta alrededor de un 83% en 2007.

Crecimiento de la productividad

(tasa media de variación interanual; puntos porcentuales)

(a) Valor añadido bruto por hora trabajada: total economía

	ZE	EE.UU.	Diferencial
1995-2001	1,4	2,0	0,6
2001-2007	1,2	1,9	0,8

(b) Valor añadido bruto por hora trabajada: sectores de la distribución

	ZE	EE.UU.	Diferencial
1995-2001	2,0	6,1	4,1
2001-2007	1,0	2,6	1,6

(c) Valor añadido bruto por hora trabajada: comercio minorista

	ZE	EE.UU.	Diferencial
1995-2001	1,5	4,1	2,7
2001-2007	0,3	2,5	2,2

Fuentes: EU KLMES (2009) y cálculos de los expertos del Euro-sistema.

Nota: ZE corresponde al agregado de la zona del euro.

Ello puede atribuirse, en parte, al crecimiento mucho más sólido del valor añadido en el subsector minorista de Estados Unidos durante ese período. La productividad de ese sector en la zona del euro se redujo desde alrededor del 95 % del nivel de Estados Unidos en 1995 hasta el 71 % en 2007.

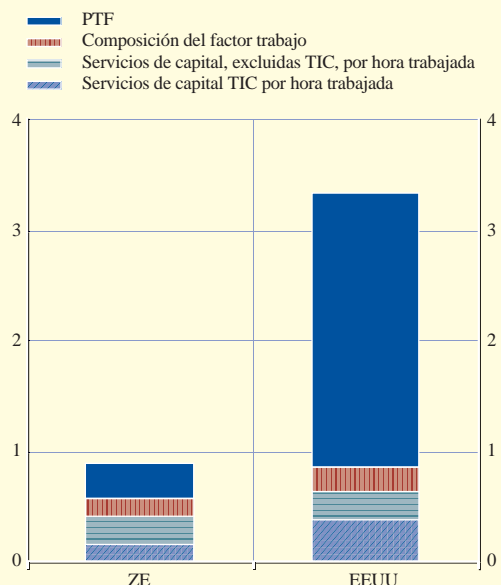
Una línea de argumentación que se presenta para explicar la notable ventaja de Estados Unidos en materia de productividad —tanto a nivel agregado como en los sectores de la distribución— sostiene que gran parte de la brecha podría tener su origen en el hecho de que, en Estados Unidos, se han explotado mejor que en las economías europeas las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). El gráfico muestra las contribuciones al crecimiento de la productividad en el subsector minorista de los respectivos factores de producción: trabajo, capital TIC y capital excluidas TIC. La parte del crecimiento de la productividad que no puede atribuirse a estos factores, sino que tiene su origen en factores estructurales intangibles de más amplio alcance, cambios tecnológicos o de organización, la recoge el componente residual, comúnmente denominado productividad total de los factores (PTF). El gráfico muestra que el gasto en servicios de capital TIC fue algo mayor en Estados Unidos que en la zona del euro durante el período 1995-2007. Además, parte del impacto total del capital TIC puede ir incorporado también en los restantes factores, ya que la inversión en TIC suele ser el catalizador de una reestructuración más amplia (incluidos los cambios de organización y/o la inversión en capital humano).

Sin embargo, aun aceptando que existe una amplia complementariedad entre las contribuciones de la inversión en TIC y los otros factores, es improbable que las TIC y sus consiguientes externalidades basten para explicar el crecimiento notablemente mayor de la productividad total de los factores en el subsector minorista de Estados Unidos. Por consiguiente, en los últimos años se ha abierto camino una visión alternativa, que sostiene que los factores intangibles y estructurales podrían ser más importantes para explicar la ventaja que registra Estados Unidos desde 1995. Con frecuencia se argumenta, por ejemplo, que el entorno regulatorio de la zona del euro es más restrictivo (y, por ende, menos competitivo) en el subsector minorista que en Estados Unidos; al respecto, se sostiene que las normas en materia de planeamiento urbano limitan el tamaño y la densidad de los establecimientos de mayor superficie, lo que restringe el número de ciertos tipos de locales en un punto dado o frena la expansión a otros países. También hay quienes argumentan que el factor trabajo tiende a ser menos flexible (y más costoso) que en Estados Unidos.

Las causas de la brecha de productividad entre el subsector minorista de Estados Unidos y el de la zona del euro son múltiples y variadas. Es indudable que el hecho de que la adaptación al cambio

Contribuciones al crecimiento de la productividad en el sector minorista: zona del euro y Estados Unidos, 1995-2007

(tasas medias de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: EU KLEMS (2009) y cálculos de los expertos del Eurosis-tema.
Nota: ZE corresponde al agregado de la zona del euro; PTF denota la producción total de los factores; TIC denota tecnología de la información y las comunicaciones.

tecnológico se haya producido antes ha sido un factor importante, pero una gran parte de esa brecha parece atribuible a factores estructurales y de organización. Los estudios sobre el comercio minorista en Estados Unidos sugieren que una gran parte del sólido crecimiento de la productividad observado en los años noventa tuvo su origen en los nuevos establecimientos que accedieron al sector desplazando a los ya existentes, menos eficientes. Hacer frente a la regulación restrictiva de los sectores de la distribución de la zona del euro —para estimular la competencia y permitir a los minoristas de la zona operar a los niveles de productividad propios de las «prácticas óptimas» europeas— ayudaría a lograr tasas de crecimiento económico más altas a largo plazo.

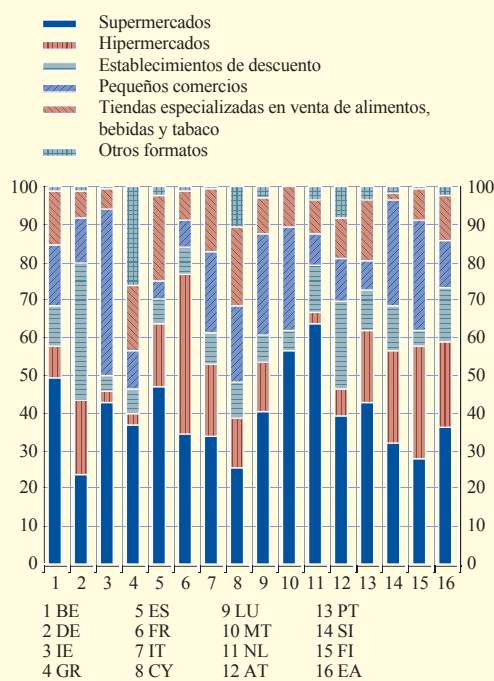
El comercio minorista se divide más o menos por igual en subsector de alimentación y droguería-perfumería (fundamentalmente, alimentos y algunos productos del hogar) y resto (por ejemplo, vestido y calzado, menaje del hogar, productos electrónicos, etc.). La mayoría de los consumidores satisfacen sus necesidades básicas, como los alimentos y los productos del hogar para el consumo diario, en el subsector de alimentación y droguería-perfumería. Estos dos subsectores se diferencian en cuanto a sus principales características económicas, siendo el subsector de alimentación y droguería-perfumería algo más homogéneo. En el presente artículo se analiza con más detalle este último subsector, debido tanto a la disponibilidad de datos como a su importancia relativa.

SUBSECTOR DE ALIMENTACIÓN Y DROGUERÍA-PERFUMERÍA POR «FORMATOS»

La estructura del subsector de alimentación y droguería-perfumería varía considerablemente de un país a otro, como resultado de una combinación de legados históricos, preferencias sociales, factores sociológicos, económicos y geográficos, y aspectos regulatorios. En el gráfico 2 se presenta la distribución de este subsector por formatos de establecimiento en distintos países. La definición de los formatos es, hasta cierto punto, arbitraria. En general, se utilizan como criterios determinantes la superficie (en metros cuadrados) y la gama (número y variedad de productos almacenados) de productos. Los hipermercados suelen tener una superficie de más de 2.500 metros cuadrados, los supermercados entre 1.000 y 2.500 metros cuadrados, y los llamados «establecimientos de descuento» entre 400 y 1.000 metros cuadrados, en los que se almacena una gama relativamente limitada de productos³.

Gráfico 2 Distribución de las ventas por formatos de establecimiento en el subsector de alimentación y droguería-perfumería

(2009; porcentajes)



Fuentes: Euromonitor y cálculos de los expertos del Eurosistema.

En promedio, en el conjunto de la zona del euro los supermercados representaron algo más de un tercio de las ventas de este subsector en 2009.

3 El término «establecimientos de descuento» se utiliza, en general, para describir un comercio minorista que ofrece un número relativamente limitado de productos, frecuentemente de marca blanca o sin marca, dentro de una superficie de venta relativamente pequeña, manteniendo los costes en niveles mínimos y centrándose especialmente en la competencia en los precios. En general, estos establecimientos ofrecen una gama de productos menor (normalmente, menos de 1.000 unidades almacenadas en comparación con las 20.000 que se pueden encontrar habitualmente en un típico gran supermercado). Los llamados establecimientos de descuento «duros» se caracterizan por el predominio de artículos envasados, de bajo precio y marca blanca, mientras que los «blandos» ofrecen más marcas y alimentos frescos.

El porcentaje más bajo, en torno a un 25 %, se registró en Alemania (donde predominan los establecimientos de descuento, véase más adelante) y en Chipre (donde las tiendas más pequeñas y tradicionales representan una proporción relativamente grande). El porcentaje de supermercados era relativamente alto en los Países Bajos y Malta, donde los hipermercados representan una cuota relativamente reducida del mercado⁴. En promedio, en la zona del euro los hipermercados concentraban aproximadamente el 25 % de las ventas del subsector de alimentación y droguería-perfumería. Francia registraba el porcentaje más alto de hipermercados (más del 40 %), que también era relativamente elevado en Finlandia y en Eslovenia. Los establecimientos de descuento, que se analizan más adelante con más detalle, representaban algo menos del 14 % de las ventas del subsector, pero el porcentaje era mucho mayor en algunos países como Alemania y Austria. Formatos minoristas más tradicionales, como las pequeñas tiendas de ultramarinos y las tiendas especializadas, constituyen una proporción relativamente alta de las ventas al por menor en Irlanda, Grecia y Chipre.

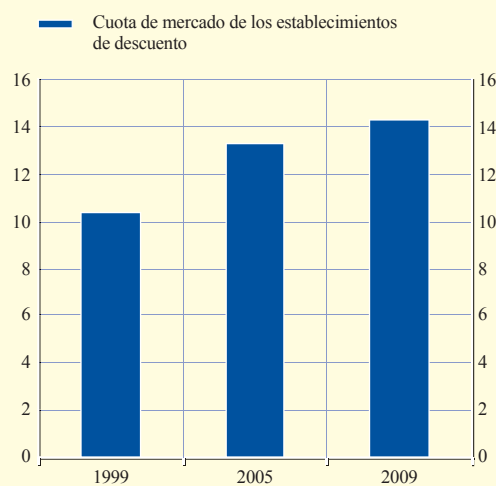
Por lo que respecta a su evolución en los últimos años, los porcentajes que representan los supermercados y los hipermercados prácticamente no han variado. En conjunto, ha aumentado la proporción de establecimientos de descuento y se ha reducido la de las pequeñas tiendas de ultramarinos y especializadas (alimentos, bebidas y tabaco). Un fenómeno relativamente reciente que no recoge el gráfico es el crecimiento de los llamados «minimercados» (lo que en inglés se denomina *superettes*). Se trata de pequeños establecimientos compactos pero modernos. Varios minoristas de los principales supermercados propietarios de cadenas de supermercados e hipermercados han comenzado a extender sus actividades a este segmento a fin de ampliar su cuota de mercado.

CRECIMIENTO DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE DESCUENTO Y DE LAS MARCAS BLANCAS

Una de las principales novedades del moderno subsector minorista de alimentación y droguería-perfumería es la aparición de los llamados «esta-

Gráfico 3 Evolución de la cuota de mercado de los establecimientos de descuento en la zona del euro

(cuota de mercado; porcentajes)



Fuentes: Euromonitor y cálculos de los expertos del Eurosistema.

blecimientos de descuento». El gráfico 3 muestra que la cuota del mercado minorista de alimentación y droguería-perfumería que representan los llamados «establecimientos de descuento duros» aumentó desde alrededor del 10 % en 1999 hasta casi el 15 % en 2009. No obstante, esta proporción varía notablemente de un país a otro: en Alemania y Austria, la cuota de mercado de los establecimientos de descuento es superior al 20 %, mientras que en Irlanda y Finlandia es inferior al 5 %.

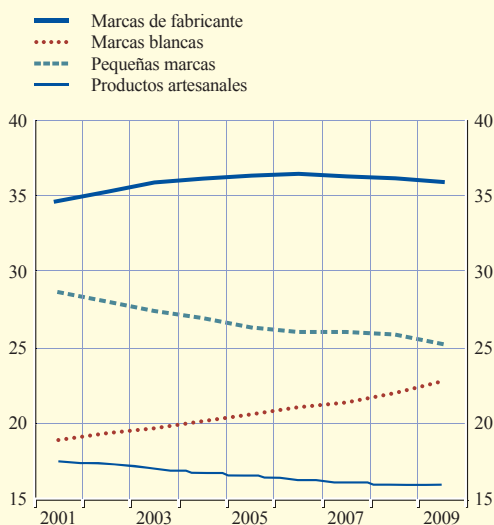
Dado que los establecimientos de descuento suelen ofrecer precios más bajos (aunque la ausencia de marcas comparables dificulta la comparación de precios), este aumento de la cuota de mercado a lo largo del tiempo y la heterogeneidad entre países podrían tener implicaciones sobre los niveles de precios y la inflación (en lo que se refiere tanto a los problemas de medición —véase el recuadro 2, titulado «Implicaciones de la evolución estructural del comercio minorista para la medición de la inflación»— como a la explicación de las diferencias entre unos países y otros).

4 Aunque, en el caso de Malta, ello podría deberse al reducido tamaño del mercado, es evidente que no ocurre lo mismo en los Países Bajos, donde las restricciones en materia de planeamiento urbanístico explican la ausencia de hipermercados (como observa la OCDE en sus informes económicos sobre los Países Bajos).

En parte como respuesta, pero debido también a la aparición de los establecimientos de descuento, otra novedad clave que se ha producido en las dos últimas décadas en el subsector minorista, en particular en el comercio de alimentación y droguería-perfumería, ha sido la aparición de las llamadas «marcas blancas». Se trata de marcas desarrolladas y de propiedad de los propios minoristas (aunque no necesariamente producidas por ellos). El gráfico 4 muestra que la proporción de productos de marca blanca ha venido aumentando de forma sostenida en la zona del euro desde 2001. Sin embargo, este aumento no se ha producido a expensas de las marcas de fabricante, que, en general, han mantenido o incluso han incrementado su cuota de mercado. Más bien han sido las marcas menores (pequeñas) y los productos artesanales (por ejemplo, los de las panaderías tradicionales) los que han registrado un descenso en su cuota de mercado. Ceteris paribus, es probable que la mayor penetración de las marcas blancas en el mercado tenga un impacto a la baja sobre los niveles de precios.

Gráfico 4 Evolución de las marcas

(cuota de mercado; porcentajes)



Fuentes: Euromonitor y cálculos de los expertos del Eurosistema.
Notas: Se entiende por marcas de fabricante las que en los datos del Euromonitor se facilitan por separado; las pequeñas marcas son aquellas que Euromonitor no proporciona por separado (porque su cuota de mercado es demasiado pequeña o de ámbito regional).

EVOLUCIÓN DEL COMERCIO ELECTRÓNICO

El comercio minorista a través de Internet ya ha transformado muchos mercados (por ejemplo, la electrónica, los libros electrónicos, la música y los servicios de viajes) y ofrece un enorme potencial para fomentar la transparencia en materia de precios y la competencia, aumentando así las economías de escala y las posibilidades de elección. La evolución de este tipo de comercio puede estimular precios más bajos y menos divergentes para productos iguales o comparables. El mercado de comercio electrónico de la UE ha alcanzado un tamaño considerable. En 2006 se estimaba en 106 mm de euros, cifra comparable, en general, a la registrada por este tipo de mercado en Estados Unidos⁵.

No obstante, se ha producido una creciente discrepancia entre el comercio electrónico nacional y el transfronterizo. Desde 2006 a 2008, el porcentaje de consumidores de la UE que han comprado al menos un artículo por Internet aumentó del 27 % al 33 %, mientras que las transacciones internacionales siguen siendo mucho menos importantes (con un aumento del 6 % al 7 %) y solo una proporción muy pequeña del comercio electrónico dentro de la UE corresponde a operaciones realizadas con otros países (alrededor del 2 % al 4 %)⁶. Aunque la gama de posibilidades en este campo parece ser enorme, los consumidores a menudo terminan confinados, en la práctica, a los sitios de su país de origen. Con frecuencia, se los redirige a los sitios nacionales o incluso se les niega una venta⁷. Las barreras regulatorias contribuyen a la significativa fragmentación del mercado a nivel de la UE, afectando, en particular, a la legislación en materia del consumidor y de residuos electrónicos, así como a los sistemas postales.

5 Fuente: Comisión Europea (2009), «Report on cross-border ecommerce in the EU», *Commission Staff Working Document*, SEC(2009) 283.

6 Fuente: Comisión Europea (2009), op. cit.

7 En una prueba de comercio electrónico realizada al nivel de la UE, solo fue posible hacer un pedido electrónico a un establecimiento ubicado en un país distinto del país del comprador en el 39% de los casos. El 61% de los pedidos no pudieron realizarse con éxito, bien porque el vendedor se negó a servir al país del consumidor, o por otros motivos (problemas técnicos o por no disponerse de una opción de pago concreta). La barrera del idioma también podría ser un problema, aunque su importancia no resulta fácil de cuantificar.

EL PAPEL DE LAS CENTRALES DE COMPRA

Una característica sobresaliente del subsector de alimentación y droguería-perfumería es el papel que desempeñan las centrales de compra⁸. Estos grupos son importantes porque, al combinar el poder adquisitivo de cada uno de sus miembros, pueden alcanzar una escala muy grande y, en potencia, alterar el equilibrio de poderes en las negociaciones entre minoristas y proveedores⁹. Su existencia implica también que las medidas de competencia basadas en datos a nivel de empresa pueden sobreestimar el auténtico nivel de competencia y subestimar su poder de negociación en relación con los proveedores (véase un análisis más detallado más adelante, en la sección 2.3)¹⁰.

ESTRUCTURAS DE COSTES DE LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN

La estructura de los costes reviste especial importancia, por varias razones: principalmente, por tratarse de un importante factor determinante del mecanismo de fijación de precios. El coste de los bienes vendidos (COGS, en sus siglas en inglés) representa el mayor coste individual en el que incurren las empresas de los sectores de la distribución y constituye las tres cuartas partes y las dos terceras partes de la cifra de negocios neta en los sectores mayorista y minorista, respectivamente (véase cuadro 1). Dentro del comercio minorista

se observan notables diferencias entre el subsector de alimentación y droguería-perfumería y el resto de los subsectores. El 75 % que supone la participación de los COGS en el comercio minorista de alimentación y droguería-perfumería es considerablemente más alto que en la mayoría de los otros subsectores minoristas (con la excepción de la electrónica y los aparatos de uso doméstico). El porcentaje más alto que se observa en los subsectores minoristas de alimentación y droguería-perfumería, electrónica y aparatos de uso doméstico refleja, muy probablemente, el carácter más internacional, eficiente y concentrado de estos subsectores (véanse más detalles sobre la concentración y la competencia en la sección 2.3), que ayuda a reducir los costes (incluidos los costes laborales unitarios). El porcentaje que representan los COGS en el subsector de vestido y calzado es notablemente bajo y se sitúa en torno al 55 %.

- 8 Una central de compra es una organización de minoristas que combina el poder de compra de cada uno de sus miembros para adquirir bienes en condiciones más favorables de las que obtendrían negociando individualmente.
- 9 Por ejemplo, la mayor central de compra de Europa comprende más de diez cadenas de supermercados nacionales que operan en 19 países, con una cifra total de facturación de aproximadamente 120 mm de euros. Para ponerlo en contexto, el mayor minorista europeo, que es el segundo en tamaño a escala mundial, registra una cifra de negocios total de unos 90 mm de euros.
- 10 Cabe señalar que las centrales de compra se estructuran normalmente de tal manera que evitan la presencia de la competencia. Así pues, en general, en una central de compra internacional no hay dos miembros provenientes del mismo país, y los ámbitos de operaciones tienden a no solaparse demasiado.

Cuadro 1 Estructura de costes – sectores de la distribución

(porcentajes)

	Sectores de la distribución	Comercio mayorista	Comercio minorista	Comercio minorista (alimentación y droguería-perfumería)	Comercio minorista (resto de subsectores)
Cifra de negocios/ventas (excluidos impuestos)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Coste de los bienes vendidos	72,0	73,6	66,7	74,6	62,0
Margen bruto	28,0	26,4	33,3	25,4	38,0
Otros costes	14,4	14,7	14,8	11,1	17,0
Valor añadido	13,5	11,7	18,5	14,3	21,0
Costes laborales – sin ajustar	7,8	6,2	11,6	9,7	12,7
- Sueldos y salarios	6,1	4,8	9,0	7,6	9,9
- Cotizaciones a la Seguridad Social	1,7	1,4	2,5	2,1	2,8
Beneficios – sin ajustar	5,8	5,4	6,9	4,6	8,2

Fuentes: Base de datos SBS de Eurostat y cálculos de los expertos del Eurosistema.

Nota: Los costes laborales y los beneficios no están ajustados por la renta laboral implícita de los trabajadores por cuenta propia.

El valor añadido representa el 18,5 % de la cifra de negocios del comercio minorista. Dentro de este epígrafe, la cifra más alta se registra en el subsector de vestido y calzado, con un 23,6 %. Es evidente que existen variaciones en los *márgenes de beneficio* entre los distintos sectores, que van desde el 5,4 % en el comercio mayorista hasta el 8,2 % en el subsector minorista de alimentación y droguería-perfumería. Cabe señalar, no obstante, que un análisis de la rentabilidad de este subsector, basado exclusivamente en el margen de beneficio, puede resultar un tanto engañoso, dado que es necesario tomar en consideración su cifra de negocios, característicamente alta (por unidad de capital empleada). En este caso, la rentabilidad del capital puede proporcionar una medida más informativa de la rentabilidad¹¹.

2.2 LA REGULACIÓN Y LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN

En los sectores de la distribución, muchas áreas de actividad están sujetas a normativa específica, especialmente en el sector minorista, con notables diferencias entre países y, en algunos casos, incluso entre las regiones y municipios de un mismo país. La legislación abarca cuestiones tan diversas como la creación de establecimientos, las relaciones contractuales con los proveedores, el uso de los insumos, los horarios comerciales, los controles de precios, las promociones, las condiciones de venta, el servicio posventa y el tratamiento y reciclaje de residuos.

Se ha observado que las normas sobre planeamiento urbanístico, en particular, desempeñan un papel importante en la creación de barreras de acceso o expansión y, por lo tanto, en la limitación de la competencia en la medida en que obstaculizan la participación de los competidores, especialmente los de mayor tamaño, que podrían suponer una amenaza para los minoristas ya establecidos. Las disposiciones generales en materia del planeamiento urbanístico, las licencias de obra y la autorización previa específica para abrir comercios existen en la mayoría de los países de la zona del euro¹². Al respecto, la Comisión Europea (2010) ha señalado que los fragmentados marcos

de planeamiento actuales, tanto nacionales como regionales o locales, junto con las diferentes normas de titularidad de la propiedad y la tierra, son factores que, con toda probabilidad, disuaden a los empresarios o a las empresas a la hora de acceder a ciertos mercados¹³.

La reglamentación también puede tener consecuencias no deseadas. Por ejemplo, algunos comentaristas (véase, por ejemplo, McKinsey and Company, 2005) han argumentado que el fuerte crecimiento de la cuota de mercado de los establecimientos de descuento se debe al hecho de que su modelo de negocio (es decir, una pequeña superficie con una gama limitada de productos) les ha permitido expandirse donde los límites establecidos impedían la apertura de formatos más grandes, como supermercados e hipermercados¹⁴.

Los indicadores de Regulación del Mercado de Productos (PMR, en sus siglas en inglés) calculados por la OCDE, que miden la carga reguladora del sector de comercio minorista, dan una idea del grado de regulación imperante en cada país. Estos indicadores, que abarcan cuestiones como los horarios comerciales, las licencias, la reglamentación de las grandes superficies y los controles de precios, presentan la ventaja de ser comparables a nivel internacional. Las cifras más recientes corresponden a 2008, pero se han actualizado hasta 2010 (véase gráfico 5) utilizando información proporcionada por los BCN del Eurosistema. Los resultados de estos indicadores deben interpretarse con cautela, especialmente las comparaciones a un nivel muy detallado. Además, para algunos criterios, el indicador solo tiene en cuenta la legislación a nivel nacional, aunque pueda ser diferente a nivel regional.

11 El ajuste en función de la renta laboral implícita de los trabajadores por cuenta propia también tiene un efecto sobre los márgenes de los distintos subsectores, reduciendo las diferencias aparentes.

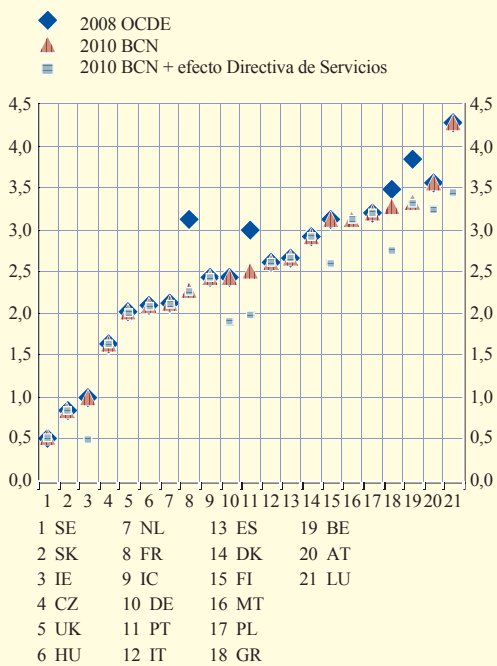
12 En los Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia no se requiere autorización previa específica para abrir establecimientos minoristas.

13 Comisión Europea (2010), «On Retail Services in the Internal Market», *Commission staff working document*, Bruselas.

14 McKinsey and Company (2005) «Responding to Discount: A new business model for food retailers?», (estudio realizado para Coca-Cola Retailing Research Council Europe), Proyecto XI, agosto.

Gráfico 5 Indicadores de regulación del sector minorista (PMR de la OCDE actualizado para 2010)

(rango 0-6, de menos a más regulación)



Fuentes: OCDE y cálculos de los expertos del Eurosistema.
 Nota: 2008 corresponde a los datos de la OCDE. 2010 BCN corresponde a los datos facilitados por los BCN. 2010 BCN + efecto Directiva de Servicios corresponde al indicador anterior más el impacto de dicha directiva si no se refleja aún en el indicador.

No obstante, parece existir una importante dispersión en los resultados de los distintos países, que refleja la diversidad de las normas en vigor. La tendencia hacia menos regulación, que ya se ha venido observando en el pasado, se confirma de nuevo en 2010: en todos los países en los que se han registrado cambios en la legislación desde 2008, la puntuación es más baja en 2010 (es decir, en Francia, Portugal, Bélgica y Grecia). Ello podría atribuirse, en parte, a la aplicación de la Directiva de Servicios¹⁵. Sin embargo, como se puede observar en el gráfico 5, en muchos países el impacto previsto de esta Directiva no se refleja todavía en los indicadores.

2.3 CÓMO MEDIR Y EVALUAR LA COMPETENCIA EN LOS SECTORES DE LA DISTRIBUCIÓN

En esta sección se analizan indicadores alternativos del grado de competencia en los sectores de la distribución. Medir el grado de competencia en

cualquier mercado resulta difícil en la práctica. No obstante, puede serlo especialmente en el caso de los sectores de la distribución, habida cuenta de la considerable heterogeneidad que se observa entre subsectores y países, así como de su papel de intermediarios entre proveedores y clientes y de su compleja interrelación con estos dos grupos.

Por lo que respecta a qué medida de la competencia es la mejor, se consideran dos conjuntos de indicadores, basados en: i) la concentración, y ii) la rentabilidad. Podría pensarse que los primeros son indicadores ex ante de la posible competencia. Los segundos podrían considerarse como indicadores ex post de la competencia, en la medida en que son el resultado de las decisiones adoptadas por empresas competidoras. En principio, la rentabilidad en un mercado altamente competitivo debería reducirse a un nivel mínimo común aceptable. Sin embargo, en la práctica, medir la rentabilidad es una tarea difícil y las medidas más fáciles de calcular adolecen de limitaciones y han de interpretarse con cautela.

El grado de concentración varía sustancialmente entre los distintos subsectores minoristas. En promedio, en la zona del euro la mayor concentración tiende a darse en los subsectores de electrónica y aparatos electrónicos y de alimentación y droguería-perfumería. Se produjo un ligero desplazamiento al alza de la concentración observada en todos los subsectores durante el período 2004-2009.

En el subsector de alimentación y droguería-perfumería, una conclusión general es que la concentración a nivel nacional es relativamente baja en los países del sur de Europa, debido a la persistencia de una estructura minorista más tradicional. No obstante, también pueden construirse medidas regionales y locales de la concentración utilizando una muestra de datos de toda la zona del euro sobre la ubicación de 100.000 tiendas de alimentación y droguería-perfumería. Si bien se observan ciertas similitudes con los resultados obtenidos utilizando datos nacionales, también se aprecian diferencias

¹⁵ La Directiva de Servicios es una directiva de la UE encaminada a crear un mercado único de servicios, eliminando los obstáculos jurídicos y administrativos al comercio de servicios.

notables, en el sentido de que algunos mercados aparecen relativamente fragmentados a nivel nacional, pero están sumamente concentrados a nivel local, y viceversa. En resumen, medir el grado de competencia de los sectores minoristas no es una tarea sencilla y debe considerarse con cautela, teniendo en cuenta otras dimensiones.

Por lo que respecta a los márgenes de beneficio como indicadores de competencia, aunque tampoco están exentos de limitaciones, las medidas basadas en la rentabilidad pueden reflejar la competencia efectiva mejor que las basadas en la concentración, ya que el grado de concentración puede tener consecuencias positivas o negativas, dependiendo de que predominen los efectos negativos de competencia o los positivos de eficiencia que conlleva una mayor concentración. En cifras sin ajustar (por la renta laboral imputada de los trabajadores por cuenta propia), los márgenes más altos se registran en el sector minorista (6,9%), especialmente en el resto del comercio minorista (8,2%) y los más bajos en el subsector de alimentación y droguería-perfumería

(4,6%). Aunque no existe un patrón claro como en el caso de las medidas basadas en la concentración, algunos países del sur de Europa (sobre todo, Grecia, España e Italia) suelen registrar márgenes relativamente altos. No obstante, ello se debe, en parte, a la elevada proporción de trabajadores por cuenta propia de estos países, ya que las clasificaciones relativas mejoran (es decir, los márgenes se tornan relativamente más bajos) cuando las medidas se ajustan por la renta laboral de los trabajadores por cuenta propia. Así pues, si bien se observa un grado de variación significativo de los márgenes entre los distintos países, este se reduce notablemente cuando se consideran los márgenes ajustados.

Al cruzar los resultados obtenidos midiendo la concentración y la rentabilidad, cabría pensar que existe una correlación en general positiva entre ambos parámetros en todos los países (es decir, una mayor concentración asociada a un aumento de la rentabilidad) tanto en el subsector minorista de alimentación y droguería-perfumería como en el resto del comercio minorista.

Recuadro 2

IMPLICACIONES DE LA EVOLUCIÓN ESTRUCTURAL DEL COMERCIO MINORISTA PARA LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN

Algunas de las tendencias estructurales mencionadas anteriormente (como el porcentaje cada vez más elevado de establecimientos de descuento, el crecimiento del comercio electrónico y la aparición de productos de marca blanca) tienen posibles implicaciones para la medición de la inflación. A continuación, se explica cómo se tratan en el IAPC los cambios estructurales registrados en el comercio minorista y se analizan las posibles repercusiones para la medición de la inflación, basándose en la evidencia empírica de estudios anteriores.

Los cambios estructurales en la variedad y las cuotas de mercado de los establecimientos minoristas a lo largo del tiempo pueden plantear dos problemas diferenciados para la medición de la inflación. En primer lugar, esos cambios pueden significar que, al cabo de un tiempo, la muestra de establecimientos utilizada para elaborar el índice de precios de consumo ya no sea representativa. Pueden producirse entonces errores de medición si las variaciones de los precios difieren según los tipos de establecimiento o si se producen cambios significativos en sus cuotas de mercado. Esos errores no van necesariamente en una dirección concreta. Un segundo aspecto que se ha de considerar es el método por el que se introducen en la muestra nuevos establecimientos con un nivel de precios medio diferente al de los establecimientos ya incluidos. Cómo deben reflejarse esas diferencias de precios en el IAPC depende, en principio, de la medida en que la caída de los precios se deba a que el vendedor

tiene un nivel más bajo de servicios minoristas (ubicación de más difícil acceso, presentación más básica de los productos, menor variedad de marcas, etc.). En la práctica, los institutos de estadística utilizan, en general, una técnica de encadenamiento que atribuye el total de la diferencia de precios a las diferencias en la calidad de los servicios minoristas. Por consiguiente, los nuevos precios más bajos no afectan al nivel del índice. La probabilidad de que ello suponga un sobreajuste sugiere un sesgo al alza (que afecta no solo al IAPC de la zona del euro, sino a casi todos los IPC del mundo).

Tratamiento en el IAPC y consecuencias para la medición de la inflación

Al elaborar sus IAPC, los institutos nacionales de estadística seleccionan una muestra de productos y establecimientos que pretende ser representativa de todas las transacciones (y, por consiguiente, de todos los establecimientos) que abarca el ámbito del índice. No existe una normativa específica respecto a la frecuencia con que se actualizan las muestras, pero ocho países de la zona del euro, que representan alrededor del 49 % del IAPC de la zona, actualizan ahora sus muestras de establecimientos con una periodicidad anual o de forma continua, mientras que el resto de los países, en su mayoría, siguen haciéndolo una vez cada cinco años. Solo cuatro países de la zona del euro incluyen ampliamente a los minoristas que venden por Internet en sus muestras de bienes para el IAPC. En algunos casos, se incluye a algunos de ellos, pero solo para un número muy limitado de productos (como ordenadores personales y libros).

Cuando un establecimiento cierra o deja de ser representativo, es sustituido por otro mediante un procedimiento de concatenación. Si se trata o no de un enfoque apropiado, depende del valor que los consumidores asignen a la diferencia en la calidad de los servicios minoristas prestados por los dos establecimientos. El supuesto implícito en esta metodología es que las diferencias en los niveles de precios en el momento de la concatenación sean iguales a la valoración, por parte de los consumidores, de esas diferencias en la calidad de los servicios. En realidad, las tendencias claras en la evolución de las cuotas de mercado de algunos tipos de establecimiento y los patrones coherentes de las diferencias de precios entre tipos de establecimiento sugerirían que, incluso abstracción hecha de las diferencias en la calidad de los servicios ofrecidos, muchos consumidores consideran los precios un valor más digno de tener en cuenta. Así pues, la práctica de la concatenación impondría un sesgo al alza sobre la tasa de inflación medida por el IAPC.

Evidencia de diferencias en el nivel de precios según los tipos de establecimiento y evidencia empírica del impacto del sesgo de los nuevos establecimientos en la medición de la inflación

Varios estudios de los mercados de Estados Unidos y Europa han demostrado que las diferencias en los niveles de precios son habituales, especialmente entre los establecimientos de descuento y los formatos más tradicionales. Basándose en datos de Estados Unidos, Leibtag et ál. (2010) comparan productos idénticos (a nivel del código de productos universal), mostrando un descuento sobre el precio medio ponderado por el gasto del 7,5%, con diferencias que oscilan entre un 3 % y un 28 % menos en los establecimientos no tradicionales que en los tradicionales¹. En Europa, Nielsen (2007) informa de que los precios de las dos cadenas de descuento más grandes se situaban entre un 30 % y un 40 % por debajo de la media en una amplia gama de categorías. Sin embargo, estas diferencias pueden variar sustancialmente de unos tipos de productos a otros².

Por lo que respecta al impacto de los cambios estructurales y las diferencias de precios sobre la inflación medida, la mayor parte de la evidencia empírica relativa a la magnitud del sesgo introducido

1 E. Leibtag, C. Barker y P. Dutko (2010), «How Much Lower Are Prices at Discount Stores? An Examination of Retail Food Prices».

2 Nielsen (2007), «The Hard Discounter Report: An Overview of Aldi and Lidl in Europe», *Consumer Insight Report*, junio.

por los nuevos establecimientos se basa en datos del IPC de Estados Unidos³. La evidencia respecto a los países de la zona del euro es más escasa y, en general, se refiere a los IPC nacionales de finales de los años noventa: en el caso de Francia, Lequiller (1997) sugiere un intervalo de 0,05 a 0,15 puntos porcentuales anuales; para Alemania, Hoffmann (1998) obtuvo una estimación «con pocas probabilidades de superar los 0,1 puntos porcentuales anuales» y, en el caso de Portugal, Covas y Silva (1999) utilizaron microdatos para llegar a la conclusión de que, durante un período de rápidos cambios en el subsector portugués de alimentación y droguería-perfumería de comienzos de los años noventa, el sesgo atribuible a los nuevos establecimientos ascendía a 0,5 puntos porcentuales anuales, pero para finales de esa década se había reducido a 0,25 puntos porcentuales anuales⁴. Hasta la fecha, no se han realizado estudios cuantitativos sobre el sesgo en el IAPC de la zona del euro, debido, en gran medida, a la gran cantidad de datos necesarios y al hecho de que las prácticas al nivel detallado que requiere la elaboración del índice son heterogéneas en los distintos países de la zona.

Otros enfoques para hacer frente a los cambios en la estructura del comercio minorista

En general, la actualización periódica de las muestras de establecimientos incluidos en el IAPC parece adecuada, aunque existe el riesgo de que, como consecuencia de cambios estructurales, las muestras dejen de ser representativas en los países que solo las actualizan una vez cada cinco años o menos. La limitada cobertura del comercio por Internet en el IAPC de muchos países es un síntoma de lo anterior. Con respecto al sesgo que introducen los nuevos establecimientos, un enfoque satisfactorio exigiría la valoración explícita de diversas facetas de los servicios minoristas, en la línea de los ajustes de calidad aplicables a las características de los productos. Los métodos hedónicos, basados en regresiones de los precios sobre una gama de características de los servicios minoristas, pueden ser un enfoque que justifica una mayor investigación. Otra alternativa sería la realización de encuestas de opinión entre los consumidores, a fin de obtener valoraciones directas de los distintos aspectos de los servicios minoristas. Aunque pueda parecer que ambos enfoques consumen una gran cantidad de recursos, hay que pensar también que los cambios estructurales en el sector del comercio minorista son relativamente graduales y que las innovaciones son mucho menos frecuentes o variadas que en el caso de las características de los productos. Por lo tanto, ese tipo de estudios, y en particular las valoraciones explícitas, podrían estimarse con poca frecuencia, pero se aplicarían en la elaboración mensual habitual del IAPC.

Aunque, a juzgar por la evidencia de los años noventa, cabría pensar que el sesgo introducido por los nuevos establecimientos no era muy significativo, la evolución reciente de las cuotas de mercado de los establecimientos de descuento y de los minoristas que operan por Internet sugiere que los desafíos que estos cambios estructurales plantean para la medición de la inflación deberían seguir siendo motivo de preocupación para los responsables de la política económica y un tema susceptible de investigarse más a fondo.

3 M. Reinsdorf (1993) descubrió un sesgo alcista de 0,25 puntos porcentuales anuales en el IPC de Estados Unidos para la alimentación en el hogar y la gasolina. Lebow et ál. (1994) extrapolaron estos resultados para obtener una estimación para el IPC general de Estados Unidos de 0,1 puntos porcentuales anuales. Más recientemente, Hausman y Leibtag (2004) modelizaron el impacto directo del crecimiento de los establecimientos de descuento en el mercado estadounidense y los efectos indirectos de los minoristas más tradicionales a través de la competencia de los precios, estimando un sesgo de 0,32 a 0,42 puntos porcentuales en el componente alimenticio del IPC de Estados Unidos. Véanse M. Reinsdorf (1993), «The Effect of Outlet Price Differentials on the US Consumer Price Index», en M. Foss, M. Manser y A. Young (eds.), *Price Measurements and Their Uses*, University of Chicago Press; D. E. Lebow, J. M. Roberts y D. J. Stockton (1994), «Monetary Policy and The Price Level» (documento inédito de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal), julio; y J. Hausman y E. Leibtag (2004), «CPI Bias from Supercenters: Does the BLS Know that Wal-Mart Exists?», NBER Working Paper, n.º 10712, agosto.

4 F. Lequiller (1997), «Does the French Consumer Price Index Overstate Inflation?», *Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE) Série des documents de travail de la Direction des Études et Synthèses Économiques*; J. Hoffmann (1998), «Problems of Inflation Measurement in Germany», *Discussion Paper*, Grupo de Investigación Económica del Deutsche Bundesbank, vol. 1, n.º 98; y F. Covas y J. Santos Silva (1999), «Outlet substitution bias», *Economic Bulletin*, Banco de Portugal, septiembre.

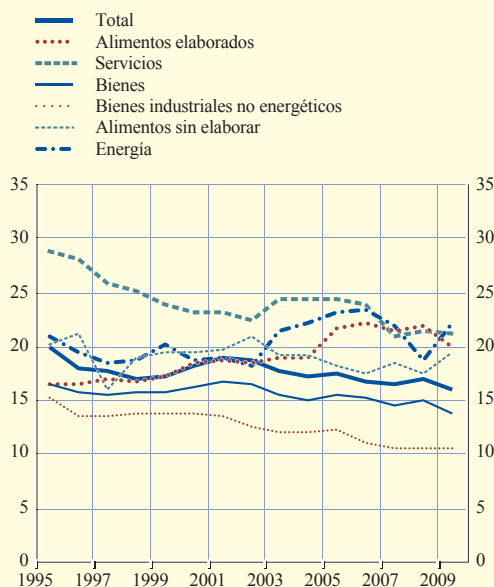
3 IMPACTO DE LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES EN LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN LA ZONA DEL EURO

3.1 EL IMPACTO DE LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES SOBRE EL NIVEL DE PRECIOS DIFIERE ENTRE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

En esta sección se presenta un resumen descriptivo del grado de dispersión de los niveles de precios en la zona del euro en términos de magnitud y características por productos y se analiza el grado de convergencia de los niveles de precios. Finalmente, se combina la información sobre los aspectos estructurales del sector minorista con otros indicadores para determinar en qué medida estos aspectos estructurales ayudan a entender las diferencias en el nivel de precios y su convergencia.

Aunque a lo largo del tiempo se observa un considerable grado de variabilidad dentro de las series de precios de cada producto, y entre unas y otras, y una heterogeneidad sustancial a nivel de categorías de productos, cuando se agregan los datos se hacen evidentes varios patrones en relación con el grado de dispersión de los precios. El gráfico 6 muestra esa dispersión medida por el coeficiente de variación y revela que durante el período muestral (1995-2009) fue, en promedio, más bajo para los bienes (ligeramente inferior a 15 en 2009) que para los servicios (ligeramente superior a 20 en 2009). Cabe señalar que, aunque los bienes, a diferencia de los servicios, se comercian en general a escala internacional, los precios de los bienes pueden incluir un sustancial elemento no comercializado, especialmente en forma de servicios de intermediación minorista. Para los precios de consumo en general, y en particular para los bienes industriales no energéticos y los servicios, el grado de dispersión se ha venido reduciendo, en promedio, en los últimos 15 años. Considerando el perfil a lo largo del tiempo en un horizonte más amplio, la dispersión total parece disminuir ligeramente entre 1995 y 1998, y aumentar un poco entre 1998 y 2001, para moderarse a partir de entonces hasta registrar un mínimo en 2009. No obstante, cabe señalar que, con un nivel de precios en aumento, el coeficiente de variación puede sobreestimar el grado de convergencia de los pre-

Gráfico 6 Evolución del coeficiente de variación en las categorías agregadas especiales del IAPC



Fuentes: Base de datos de la paridad del poder adquisitivo (PPA) de Eurostat y cálculos de los expertos del Eurosistema.

cios. A este respecto, la desviación típica de los precios, que tiene en cuenta los niveles de precios, se redujo hasta mediados de la década del 2000, pero aumentó ligeramente a partir de entonces.

Considerando datos incluso más detallados a nivel de productos de la base de datos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), puede analizarse en qué medida los precios difieren más dentro de cada país o entre unos países y otros (lo que se conoce como «efecto frontera»). Dicho efecto se refiere al hecho de que la dispersión de los precios tiende a ser más elevada entre las ciudades de distintos países que entre las ciudades de un mismo país. Si bien se dispone de una amplia y rica literatura sobre este tema [véanse, por ejemplo, Bergin y Glick (2006) y Parsley y Wei (2001)]¹⁶, nunca antes se

16 P. R. Bergin y R. Glick, R. (2006), «Global Price Dispersion: Are Prices Converging or Diverging?» (documento preparado para *Journal of International Money and Finance* – Conferencia del Santa Cruz Center for International Economics sobre «Financial and Commercial Integrations»), 29-30 de septiembre. D. C. Parsley y S. J. Wei (2001), «Explaining the Border Effect: The Role of Exchange Rate Variability, Shipping Costs, and Geography», *Journal of International Economics*, vol. 55, n.º 1, pp. 87-105.

había estudiado cómo se manifiesta este efecto entre los países de la zona del euro utilizando los datos de la PPA¹⁷. Estos datos permiten determinar si los precios varían más de un país a otro que dentro de cada país. Aunque el uso de estos datos requiere cierta prudencia, los resultados son muy robustos incluso teniendo en cuenta esas salvedades, como puede observarse más adelante¹⁸. El gráfico 7 muestra la mediana de la dispersión de los precios observados dentro de los países, así como la dispersión de los precios medios en distintos países, de 356 productos alimenticios y bebidas no alcohólicas. En promedio, el grado de dispersión de los precios medios entre los países es considerablemente más elevado que el que indican las observaciones individuales dentro de los países (medianas de 0,25 y 0,15, respectivamente). También es mayor el grado de dispersión entre productos (el intervalo intercuartílico es de 0,12, frente a 0,06 dentro del mismo país). La evidencia mostrada indica claramente la existencia de un efecto frontera. No obstante, podría argumentarse que este efecto capta también el impacto de la distancia geográfica más que el simple efecto de las fronteras nacionales. Sin embargo, un análisis más detallado indica que, de hecho, se trata de un efecto frontera (para más información, véase la sección 2.1 del informe Structural Issues Report, de 2011).

Una vez documentados la considerable y persistente dispersión de los precios y los fuertes efectos frontera en la zona del euro, podría resultar informativo considerar los posibles factores determinantes de estas características y el papel que desempeñan los aspectos estructurales de los sectores de la distribución. En el cuadro 2 se presenta un resumen descriptivo de los resultados obtenidos de una regresión de panel en la que se agrupan los datos sobre niveles de precios, tanto por productos como por países, y se incluyen los efectos fijos (para productos y países). Cabe señalar que, además de considerar explícitamente el papel de los factores estructurales, el análisis controla otros factores que podrían afectar a los

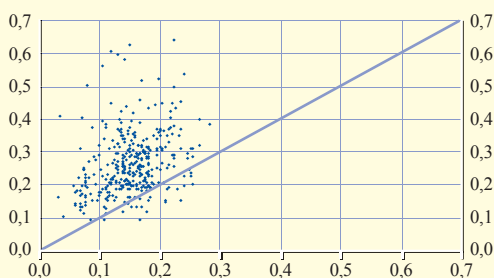
- 17 Es posible determinar la existencia de un efecto frontera utilizando datos de las llamadas «tablas Quaranta», es decir, unos cuadros que se elaboran a nivel de productos (más de 2.500 artículos). Para cada producto en cada país, los cuadros contienen información sobre el precio medio registrado, el número de observaciones de precios registradas y el coeficiente de variación de dichos precios.
- 18 La principal salvedad es que no es posible extraer el coeficiente de variación de todas las observaciones para todos los países; solo pueden observarse: a) el coeficiente de variación de las observaciones individuales registradas dentro de un país, y b) el coeficiente de variación de los precios medios observados en todos los países. No obstante, a priori cabría esperar que el coeficiente de variación de una media muestral (es decir, los precios medios observados) sea menor que el coeficiente de variación de los datos originales (las observaciones de precios individuales). Por lo tanto, si el coeficiente de variación entre países es más alto que dentro de los respectivos países, habría razones poderosas para pensar en la existencia de un efecto frontera.

Gráfico 7 Grado de dispersión de los precios de los alimentos, las bebidas y el tabaco

(coeficiente de variación)

Eje de abscisas: dentro del país (ciudades)
Eje de ordenadas: entre unos países y otros (ciudades)

◆ Todos los productos (356)



Fuentes: Base de datos de la paridad del poder adquisitivo PPA de Eurostat y cálculos de los expertos del Eurosistema.

Cuadro 2 Resumen del análisis econométrico de los factores que afectan a los niveles de precios internacionales

Variables de referencia

Niveles de renta	+ivo
IVA	+ivo
Intensidad de gasto	-ivo
Densidad de población	-ivo

Variables estructurales

Concentración (HHI)	-ivo
Concentración (CR5)	+ivo
Rentabilidad	+ivo
PMR (barreras de acceso)	+ivo
PMR (controles de precios)	-ivo
PMR (restricciones operativas)	n.s.
EPL	-ivo

Notas: PMR denota el indicador de regulación del mercado de productos de la OCDE; EPL corresponde al indicador de legislación de protección del empleo de la OCDE; +ivo indica un coeficiente positivo y estadísticamente significativo; -ivo indica un coeficiente negativo y estadísticamente significativo; n.s. indica que el coeficiente no es estadísticamente significativo.

niveles de precios en los distintos países. Al respecto, la literatura (de referencia) existente modeliza las diferencias en los niveles de precios entre los países como función de: i) los diferenciales de renta; ii) las diferencias en el IVA; iii) la intensidad de gasto, y iv) la densidad de población y los efectos de escala¹⁹.

Los resultados del cuadro 2 indican que los impactos de las variables, tanto de referencia como estructurales, son en gran medida congruentes con las expectativas a priori. Los niveles de renta relativos y los tipos del IVA tienen un impacto positivo y significativo sobre los niveles de precios relativos. La intensidad de gasto tiene un efecto negativo y significativo sobre los niveles de precios, de lo que se deduce que la mayor atención, o bien los efectos de escala, tienen un impacto sobre los niveles de precios. La densidad de población también tiene un impacto negativo y significativo sobre dichos niveles.

Para captar el impacto de las características estructurales de los sectores de la distribución se utilizaron tres categorías amplias de variables, que recogen: a) la concentración del mercado; b) la rentabilidad, y c) la regulación. Considerando, en primer lugar, las medidas de concentración del mercado, una conclusión general fue que el indicador del Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) afectaba negativamente al nivel de precios relativo (lo que sugiere que dicho índice capta el efecto de ineficiencia derivado de una baja concentración), mientras que el indicador de la ratio de concentración de las *k* mayores empresas (CR_k) tenía un impacto positivo sobre dichos niveles (lo que sugiere que este indicador capta el impacto adverso en la competencia derivado del poder de mercado de las *k* mayores empresas). El indicador de rentabilidad (márgenes ajustados por la renta del trabajo imputada a los trabajadores por cuenta propia) tenía un impacto positivo y significativo. Finalmente, en lo que respecta a los indicadores de regulación de los mercados de productos de la OCDE para los sectores de la distribución, los distintos componentes del indicador general (barreras de acceso, restricciones operativas y controles de precios) parecen tener efectos totalmente dife-

rentes, el primero un efecto positivo, pero los últimos y el indicador de legislación de protección del empleo un efecto negativo, mientras que el impacto de las restricciones operativas resultó no significativo.

En resumen, aunque un modelo con niveles de renta relativos, tipos del IVA, intensidad de gasto y densidad de población funciona relativamente bien para explicar las diferencias en los niveles de precios, si se amplía con indicadores estructurales de los sectores de la distribución, mejoran sus resultados. Este análisis confirma que las características estructurales de dichos sectores pueden afectar a los niveles de precios y explican algunas de las divergencias entre países y el «efecto frontera» observados en los datos sobre precios.

3.2 IMPACTO DE LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES SOBRE LA FIJACIÓN DE PRECIOS

Una vez considerado el impacto de las características estructurales de los sectores de la distribución sobre las diferencias en los niveles de precios, se analiza, a continuación, su impacto en la fijación de precios y salarios de forma más general, a saber, en términos de la capacidad de respuesta de los precios de los minoristas frente a las variaciones de los precios de la competencia, la frecuencia de esas variaciones y la transmisión de las variaciones de los costes a los precios.

¹⁹ El elemento más común en la literatura es, con diferencia, la relación hipotética entre los niveles de precios y los niveles de vida, motivada normalmente por el tipo de argumento Balassa-Samuelson. Por consiguiente, en el modelo de referencia se incluye el producto interior bruto (PIB) real relativo per cápita. En segundo lugar, aunque se ha conseguido cierto grado de armonización de los impuestos indirectos en la UE, todavía se observan diferencias entre unos países y otros. Por lo tanto, en el modelo se incluyen los tipos del IVA. En tercer lugar, basándose en la literatura sobre la «falta de atención racional», se incluye la proporción relativa de gasto en un producto específico en un país concreto, en relación con la media de la zona del euro, a fin de captar la intensidad de gasto y, presumiblemente, la «intensidad de atención» de cada producto. Por ejemplo, si los hogares italianos consumen proporcionalmente más pasta que los de otros países, lo más probable es que dediquen más esfuerzo a buscar este tipo de productos y comparar sus precios. Así pues, ceteris paribus (y quizá con el concurso de los efectos de escala y competencia), los precios de la pasta deberían ser más bajos en Italia. Por último, se incluye la densidad de población como variable de control de la posible eficiencia creada por una alta densidad frente a una baja densidad.

CAPACIDAD DE RESPUESTA FRENTE A LOS PRECIOS DE LA COMPETENCIA Y LA FRECUENCIA DE LAS VARIACIONES DE LOS PRECIOS

Para analizar cómo afectan las características estructurales de los sectores de la distribución a la fijación de los precios, se pasa revista a la evidencia de la red de dinámica salarial del Eurosistema [Eurosystem Wage Dynamics Network (WDN, en sus siglas en inglés)] y de la red de persistencia de la inflación [Inflation Persistence Network (IPN, en sus siglas en inglés)]²⁰.

Una cuestión importante es si las empresas minoristas que se enfrentan a la competencia tienden a modificar sus precios con más frecuencia. En la encuesta WDN, alrededor de 1.000 de estas empresas respondieron a la siguiente pregunta: «Suponiendo que el principal competidor del producto más importante de su empresa redujera sus precios, ¿qué probabilidades habría de que su empresa reaccionara bajando también su precios? Elija solo una de las opciones siguientes (muy probable; probable; improbable; en absoluto; no se aplica)». Más de la mitad de las empresas encuestadas respondieron que sería muy probable o probable que redujeran sus precios. Y lo que es más interesante, al cruzar las respuestas con las características estructurales de las empresas, el grado de competencia declarado tiene un efecto estadísticamente significativo sobre la frecuencia indicada de las variaciones de los precios, es decir, una mayor competencia da lugar a ajustes de precios más frecuentes. Además, las empresas minoristas más grandes, medidas por el número de empleados, presentan una mayor frecuencia declarada de variaciones de los precios.

Los resultados de la IPN muestran que, controlando por los efectos país y tipo de producto, el tipo de establecimiento influye de manera significativa en la frecuencia de las variaciones de los precios. Los hipermercados registran, en promedio, una frecuencia 12 puntos porcentuales más alta que las tiendas de barrio tradicionales. En el caso de los supermercados y los establecimientos de descuento, la frecuencia es, respectivamente, de 6,3 y 6,8 puntos porcentuales por encima de la de las tien-

das tradicionales. Finalmente, aunque el tipo de establecimiento tiene un fuerte y significativo impacto en la frecuencia de dichas variaciones, los resultados sugieren que no afecta a su magnitud. Ceteris paribus, una mayor flexibilidad de los precios debería significar que estos se ajustan de forma más rápida y completa a las variaciones del precio «óptimo».

IMPACTO DE LA CONCENTRACIÓN DEL MERCADO Y LA DINÁMICA DE LOS PRECIOS: UNA ANÁLISIS DE NIVEL REGIONAL

El objetivo de la presente sección es combinar información sobre el grado de concentración en diferentes dimensiones del sector de alimentación y droguería-perfumería con datos regionales desagregados sobre la dinámica de los precios. Constituye, pues, un primer intento por analizar el impacto de la competencia sobre dicha dinámica en el conjunto de la zona del euro a nivel local. Utilizando una base de datos no utilizada con anterioridad sobre la ubicación de más de 100.000 locales de dicho sector en toda la zona, se realiza un análisis regional de la relación entre el grado de concentración del mercado minorista y las variaciones de los precios para dos categorías de productos del sector (alimentación y bebidas no alcohólicas, y bebidas alcohólicas y tabaco) en Alemania, España, Italia, Austria, Portugal y Finlandia²¹.

Al considerar el índice HHI a nivel de centrales de compra, se observó una relación positiva y estadísticamente significativa entre la concentración y la dinámica de los precios en el caso tanto de los alimentos y las bebidas no alcohólicas como del alcohol y el tabaco. La interpretación de estos resultados es que un mayor grado de concentración del mercado a nivel de centrales de compra no siempre parece ir asociado a una dinámica de precios negativa.

20 Para más información sobre las redes WDN e IPN, véase Banco Central Europeo (2009), «Wage dynamics in Europe: Final report of the Wage Dynamics Network (WDN)», diciembre, y F. Altissimo, M. Ehrmann y F. Smets (2010), «Inflation persistence and pricessetting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence», *Occasional Papers Series*, n.º 46, BCE, junio.

21 No se disponía de datos regionales sobre el IPC para los otros países de la zona del euro.

Características estructurales de los sectores de la distribución y su impacto en la evolución de los precios de la zona del euro

Si se consideran los resultados basados en los índices de concentración calculados a nivel local, se obtienen resultados bastante similares. Así pues, la principal conclusión, es decir, que una mayor concentración del mercado se asocia a un mayor crecimiento de los precios de los alimentos y las bebidas en el período reciente, se cumple para distintos niveles de agregación. La interpretación de esta correlación exige profundizar en la investigación, pero parece ser robusta y cumplirse en todos y cada uno de los países.

En resumen, puede demostrarse —utilizando una base de datos no utilizada con anterioridad que contenga tasas de variación interanual de los precios y medidas de concentración regionales— que dichas variaciones se ven afectadas positivamente por el grado de concentración (véanse más detalles en la sección 2.3 del informe *Structural Issues Report*, de 2011).

IMPACTO DE LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES EN LA TRANSMISIÓN DE LOS COSTES

Las características estructurales de los sectores de la distribución también pueden afectar a la transmisión de los costes a los precios internos (de consumo e industriales). Para estudiar este impacto, se analizó la transmisión de los precios de importación y de los precios industriales a los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos en los países de la zona del euro²². Una conclusión general fue que las variaciones de los precios de los bienes nacionales suelen ser más relevantes para los precios de los bienes de consumo manufacturados en los países más grandes de la zona del euro, como reflejo de la importancia de la producción interna, mientras que las variaciones de los precios de importación son más relevantes para los precios de consumo en los países de la zona más pequeños y «abiertos», en los que las importaciones desempeñan un papel más importante. En el caso de estos países más pequeños y «abiertos», parece existir una relación con el hecho de que el nivel de importaciones en el comercio minorista es, probablemente, más alto, así como con el hecho de que la producción nacional es relativamente baja.

Si se considera exclusivamente la transmisión de los precios de importación, se observa cierta evidencia de que la magnitud de la transmisión estimada guarda relación con el grado de competencia o concentración en el país y el sector en cuestión, dado que se encontró una relación negativa —aunque débil— entre la elasticidad de los precios de importación estimada y el índice HHI, lo que sugiere que, cuanto más intensa es la competencia (más bajo el índice HHI), mayor parece ser la elasticidad de los precios de consumo respecto a las variaciones de los precios de importación.

Parte de la dificultad para encontrar estimaciones robustas y válidas de la transmisión para los distintos componentes de los bienes industriales no energéticos podría tener su origen en la heterogeneidad de los productos considerados y en la amplia gama de tecnologías de producción y estructuras de mercado de las diferentes agrupaciones de productos. Al respecto, un análisis VAR del mecanismo de transmisión de precios de los alimentos, utilizando información detallada sobre los precios en origen, los precios industriales y los precios de consumo, proporciona resultados más válidos y coherentes. Concretamente, el análisis muestra que la respuesta de los precios de consumo frente a perturbaciones que afectan a las materias primas tiende a ser menor que la de los precios industriales. También se observó que el tamaño de las perturbaciones varía según los mercados y los países. Esta característica se refleja, en parte, en las diferencias de corte transversal entre minoristas y productores en términos de composición y tipos. Una presencia más destacada de los establecimientos de descuento parece asociarse a un mayor grado de transmisión, y viceversa; los mercados que se caracterizan por la presencia de formatos de menor superficie parecen responder con menor intensidad a las perturbaciones de los precios de las materias primas.

22 Cabe señalar que, debido a las diferencias en los costes, la transmisión completa de una variación de costes dada a los precios al por menor no entraña una relación biunívoca entre la variación porcentual de los costes y la variación porcentual de los precios. Ceteris paribus, cuanto mayor sea la proporción del precio de venta final que representa el coste, más alto será el coeficiente de transmisión. Por consiguiente, dicho coeficiente (la elasticidad del precio de venta con respecto a un factor de coste específico) puede ser menor que uno incluso cuando la transmisión es completa.

4 CONCLUSIONES

El presente artículo resume el informe Eurosystem Structural Issues Report (SIR, en sus siglas en inglés) de 2011, sobre los sectores de la distribución de la zona del euro, que tiene por objeto facilitar una mejor comprensión del impacto de las características estructurales de dichos sectores sobre los precios y el mecanismo de determinación de los mismos. Estas son las principales conclusiones:

- En el conjunto de la zona del euro sigue existiendo un considerable grado de dispersión de los precios. La evidencia indica un grado limitado de convergencia de los precios hasta el período comprendido entre 2004 y 2006, que, posteriormente, parece haberse estancado o incluso revertido. Existe también evidencia concluyente de un «efecto frontera» sobre los precios en los países de la zona del euro, lo que sugiere un amplio margen de maniobra para mejorar el Mercado Único. Las características estructurales y regulatorias de los sectores de la distribución ayudan a explicar las diferencias en los niveles de precios entre países.
- Utilizando información extraída de las redes IPN y WDN, se estudia el mecanismo de determinación de precios. Se observa que, cuanto mayor es la competencia, más frecuentes son las variaciones de los precios en el sector minorista.
- Se examina la relación entre la dinámica de precios a nivel regional y la competencia medida a diferentes niveles de agregación organizativa y espacial, y para un número de grupos de productos. Una de las principales conclusiones es que una mayor concentración de los mercados se asocia a un mayor crecimiento de los precios de los alimentos y las bebidas en el período reciente.
- En el presente artículo también se abordan la magnitud y la velocidad de la transmisión de los costes. En general, los precios industriales reaccionan con más rapidez e intensidad que los precios de consumo frente a las perturba-

ciones de los costes. El grado de competencia parece estar positivamente relacionado con la transmisión de los precios de importación a los precios de consumo. Por lo que respecta a los precios de los alimentos, una mayor presencia de establecimientos de descuento parece ir asociada a un mayor grado de transmisión.

Desde la perspectiva de la política económica, el análisis subraya la importancia de las reformas estructurales para aumentar la competencia en los sectores de la distribución. Las conclusiones relativas al impacto de las características estructurales en la fijación de los precios y en las diferencias del nivel de precios sugieren que un mayor avance en la mejora de la competencia efectiva en dichos sectores podría contribuir a reducir los efectos frontera y a estrechar los diferenciales de precios. Respecto a la regulación de los mercados de productos, aunque hay evidencia de una tendencia a la moderación del grado de regulación, sigue habiendo un margen de maniobra considerable para continuar avanzando por esta senda.

En conjunto, un paso crucial para lograr un mayor avance sería la aplicación plena y coherente de la Directiva de Servicios. Las ventajas de una mayor liberalización y armonización de las condiciones de los mercados se observan, en parte, en la conclusión de este informe, en el sentido de que, cuanto mayor es el grado de regulación de los mercados de productos, más altos son los niveles de precios. Además, las reformas podrían reducir los márgenes y traer consigo incrementos significativos tanto del producto como de los salarios reales. Para poder aprovechar todo el potencial y las ventajas del comercio electrónico y transfronterizo, es preciso abordar el problema de las barreras regulatorias y legislativas (como la legislación sobre consumo) que aún persisten. Un paso en esta dirección es la legislación que contempla la Ley del Mercado Único, una iniciativa de la Comisión Europea para mejorar el funcionamiento de dicho mercado. Entre las propuestas más relevantes, destacan las medidas encaminadas a aumentar la protección de los datos y la seguridad jurídica en el comercio electrónico.

LA CRISIS FINANCIERA DESDE LA ÓPTICA DE LAS CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO: UNA PERSPECTIVA DE LOS FLUJOS DE FONDOS

ARTÍCULOS

La crisis financiera desde la óptica de las cuentas de la zona del euro: una perspectiva de los flujos de fondos

La crisis financiera global que estalló en 2008 ha puesto de manifiesto cómo la acumulación de desequilibrios financieros en diversos sectores de la economía, junto con la innovación en el sistema financiero, pueden generar intensos efectos de retroalimentación entre las variables financieras y reales de la economía. La crisis ha subrayado la importancia de analizar la evolución de los saldos y los flujos financieros, así como la necesidad de considerar tanto las cantidades como las variables de precios. En este artículo se examinan las distintas fases de la crisis financiera desde la perspectiva de las cuentas integradas de la zona del euro, que proporcionan información exhaustiva sobre la evolución económica y financiera por sector institucional, y se centra en tres aspectos principales: la evolución y la interacción de los balances financieros por sectores, la dinámica del apalancamiento por sectores y los cambios asociados en los patrones de intermediación financiera en las sucesivas etapas de la crisis.

I INTRODUCCIÓN

Desde la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, se han realizado grandes esfuerzos para describir y explicar la evolución económica antes, durante y después de la crisis financiera asociada. Aunque la crisis se originó en Estados Unidos, donde se habían acumulado sustanciales desequilibrios que finalmente dieron lugar a fuertes perturbaciones en los mercados financieros, las repercusiones fueron globales. En este artículo se analiza la evolución de la zona del euro durante el período transcurrido hasta el primer trimestre de 2011. En particular, considera las interacciones entre las variables reales y financieras de los distintos sectores de la economía durante la fase de acumulación de desequilibrios internos antes de la crisis mundial, así como su resolución durante las fases posteriores de recesión y recuperación. El enfoque de este análisis se centra en los flujos de fondos, y la evolución de la crisis se considera desde la perspectiva integrada y uniforme de las cuentas de la zona del euro¹, que incluyen las cuentas financieras y no financieras de los diversos sectores institucionales (es decir, hogares², sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas) y el resto del mundo, y presentan los datos en términos nominales en lugar de en términos reales (para un análisis conceptual al respecto, véase el recuadro 1). El hecho de disponer de flujos y saldos consistentes facilita el análisis de la acumulación de desequilibrios y de las vulnerabilidades asociadas de los balances.

En este artículo se analizan tres temas principales: las variaciones de los déficits/superávits fi-

nanancieros de los distintos sectores, las tendencias de apalancamiento/desapalancamiento y las modificaciones de los patrones de intermediación financiera. El artículo también considera la heterogeneidad entre países en los déficits/superávits de los diferentes sectores en la zona del euro. En la sección 2 se analizan algunos componentes de las cuentas no financieras, con el fin de examinar la evolución de las diversas fases de la crisis. En la sección 3 se adopta una perspectiva sectorial y se estudian los desplazamientos entre sectores en la dinámica de los superávits/déficits financieros durante las sucesivas etapas de la crisis. La sección 4 se ocupa del comportamiento de los hogares, las sociedades no financieras y las instituciones financieras con respecto al apalancamiento, medido por los ratios deuda-renta y deuda-activos. En la sección 5 se describen los cambios en los patrones de intermediación financiera que se produjeron tras la quiebra de Lehman Brothers y en la sección 6 se presentan las conclusiones.

2 EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS NO FINANCIERAS

En esta sección se describe la evolución de la renta, el ahorro y la inversión en la zona del euro, desagregada por sectores, y se analizan las posiciones

- 1 Para más información, véanse L. Papademos y J. Stark, (eds.), «Cross-checking and the flow of funds», capítulo 7 de la publicación *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, y el artículo titulado «Presentación de las estadísticas trimestrales sobre las cuentas de los sectores de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2007. Para una comparación con la evolución en Estados Unidos, véase el artículo titulado «La financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: una comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009.
- 2 Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

acreedoras/deudoras netas resultantes (es decir, el superávit/déficit financiero, que también es saldo entre ingresos y gastos)³.

En los ocho años anteriores, aproximadamente, a las perturbaciones que se produjeron en los mercados financieros en 2008, la configuración de la distribución del crecimiento de la renta mostró un patrón tradicional (véase gráfico 1), con un ritmo de crecimiento estable de la renta de los hogares, impulsado por los incrementos salariales. Al mismo tiempo, la renta del sector público creció con bastante fuerza hasta 2008, permitiendo reducir gradualmente los déficits públicos. Aunque en los tres primeros trimestres de 2008 la renta de los hogares todavía aumentó a un ritmo estable, la renta de las sociedades no financieras ya estaba disminuyendo, debido, en parte, a una transmisión incompleta de las perturbaciones que afectaron a los precios de las materias primas en ese período (véase sección 3), y la renta del sector público⁴ descendió.

A partir de septiembre de 2008, el crecimiento de la renta disponible de la zona del euro se desplomó, reflejando la caída de la producción nominal⁵.

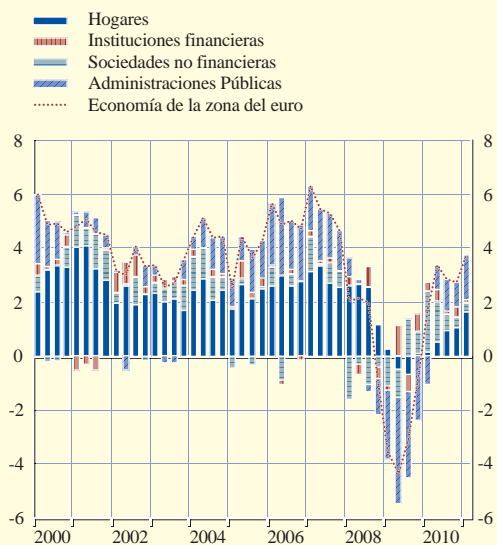
Las fuertes presiones iniciales a la baja sobre la renta de los hogares (impulsadas por una acusada disminución de la remuneración de los asalariados) se vieron mitigadas por el impacto de los estabilizadores fiscales automáticos, sometiendo las cuentas públicas a presión. Tras la recuperación gradual de la actividad que se produjo a partir de mediados de 2009, todos los sectores volvieron a registrar un crecimiento positivo de la renta para el segundo trimestre de 2010, y, a medida que la expansión económica se consolidó en los trimestres posteriores, la distribución de la renta en los distintos sectores se ha ido aproximando a la configuración anterior a la crisis.

La crisis también provocó cambios significativos en los flujos de ahorro y de formación de capital en la zona del euro. La tasa de crecimiento del *ahorro de la zona del euro* había aumentado gradualmente desde 2005 hasta el primer trimestre de 2007 (véase gráfico 2). Esta evolución estuvo impulsada en gran parte, aunque no únicamente, por el sector público, reflejando reducciones de los déficits. La tasa de crecimiento del ahorro de la zona del euro en su conjunto empezó a disminuir en 2007 y pasó a ser negativa repentinamente en el primer trimestre de 2008, en especial en el caso de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras, mientras que, por el contrario, el ahorro de los hogares siguió incrementándose.

Tras registrar una pronunciada contracción en 2008-2009, el crecimiento del ahorro en la zona del euro se recuperó como consecuencia del repunte económico que se produjo, impulsado principalmente por la demanda exterior neta y la formación de capital (en particular, la reposición de

Gráfico 1 Renta bruta disponible de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

- 3 La capacidad/necesidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, que mide el exceso de ahorro y las transferencias de capital netas recibidas sobre las inversiones de capital (capacidad de financiación) o viceversa (necesidad de financiación). También es el saldo de las cuentas financieras, que mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las operaciones con pasivos. Véase también el recuadro 1.
- 4 La renta de las Administraciones Públicas es distinta de los ingresos públicos, ya que la primera excluye determinadas partidas de gasto. Para más detalles, véase el recuadro 1.
- 5 El PIB nominal está estrechamente relacionando con la renta nominal disponible, ya que, en las cuentas nacionales, la renta se obtiene únicamente de la producción.

existencias), con un consumo todavía moderado. El ahorro de las sociedades no financieras, beneficiado por esta recuperación, aumentó de nuevo a partir de mediados de 2009. Cuando los estabilizadores fiscales automáticos cambiaron de sentido y las medidas de reducción de los déficits comenzaron a dejar sentir sus efectos, las Administraciones Públicas tuvieron la posibilidad de reducir su tasa de desahorro a partir del segundo trimestre de 2010. En contraposición a esta evolución, a partir del primer trimestre de 2010 los flujos de ahorro de los hogares empezaron a disminuir, en un entorno de mejora de la confianza.

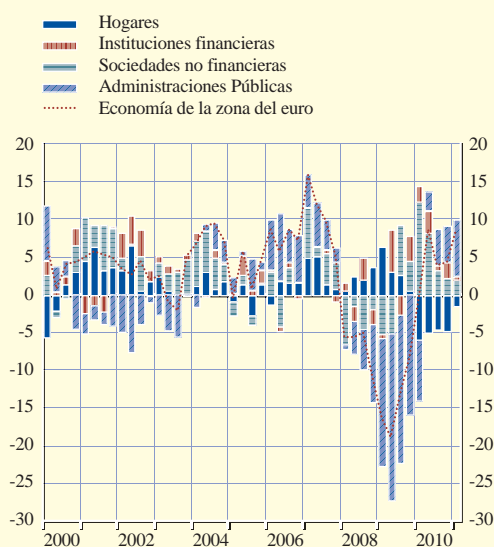
Aún más pronunciado fue el ajuste de las decisiones de *inversión no financiera* de los agentes privados, como puede observarse en el gráfico 3, que muestra el crecimiento de la formación bruta de capital fijo por sectores en términos nominales en la zona del euro. Desde 2002, el crecimiento de la inversión había estado aumentando gradualmente, impulsado principalmente por las sociedades no

financieras. El auge de los mercados de la vivienda en varios países de la zona del euro también es apreciable en las elevadas tasas de crecimiento de la inversión de los hogares. Cuando estos mercados empezaron a perder impulso en torno a 2007, lo mismo sucedió con la inversión de este sector. Tras la quiebra de Lehman Brothers, el repentino empeoramiento de la crisis financiera provocó una caída considerable de la inversión de los hogares, que fue aún más acusada en el caso de las sociedades no financieras (véase gráfico 3), lo que acen tuó la recesión, antes de que comenzara un repunte a mediados de 2009.

El gráfico 4 muestra la *capacidad/necesidad de financiación* por sectores institucionales, que fundamentalmente es el resultado del saldo entre el ahorro y la formación de capital. Durante todo el período de unión monetaria, tanto los hogares como las instituciones financieras han sido prestamistas netos (es decir, han registrado un exceso de ahorro sobre la formación de capital). En 2004, la

Gráfico 2 Ahorro de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

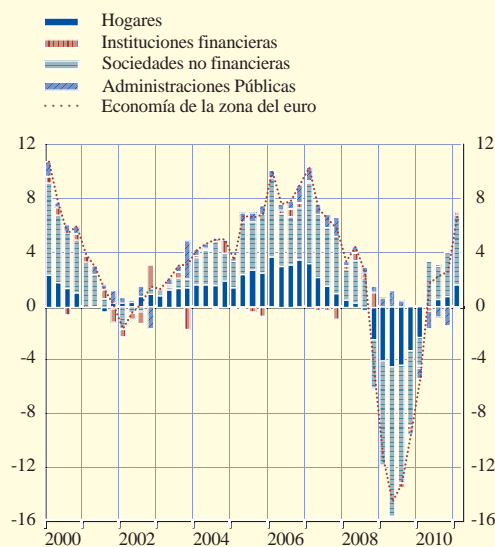


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: Dado que el ahorro de las Administraciones Públicas se ha situado en niveles negativos en los últimos trimestres, una contribución positiva de este sector al crecimiento del ahorro bruto de la zona del euro es simplemente reflejo de la disminución del nivel de desahorro.

Gráfico 3 Formación bruta de capital fijo de la zona del euro

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

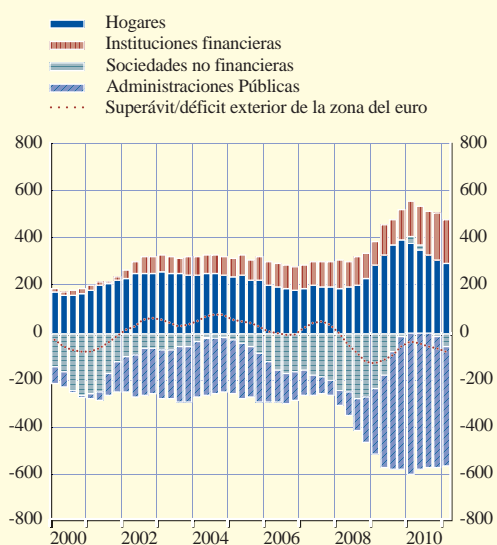
necesidad de financiación de las sociedades no financieras comenzó a aumentar gradualmente, ya que debían financiar el exceso de inversión sobre beneficios no distribuidos (esto es, el ahorro). Como consecuencia del crecimiento estable de la renta y el ahorro, los Gobiernos tuvieron la posibilidad de recortar simultáneamente sus déficits. Sin embargo, aunque el déficit público de la zona del euro disminuyó progresivamente, la mayor parte de los Gobiernos no aprovecharon la oportunidad que representaban unas condiciones económicas favorables para consolidar suficientemente sus posiciones presupuestarias acelerando la reducción de sus déficits. De hecho, como indica el gráfico 4, las Administraciones Públicas de la zona siguieron registrando déficits en los momentos de mayor expansión económica y no acumularon reservas suficientes durante el período de auge para hacer frente, a corto plazo, a un posible punto de giro del ciclo, y tampoco los activos necesarios para afrontar, a más largo plazo, las consecuencias del envejecimiento de la población. Con todo, aunque la capacidad de financiación de los hogares

y de las instituciones financieras compensó, en general, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y de las Administraciones Públicas, esta evolución no se tradujo en una variación significativa del déficit exterior (que quedaría reflejado en la balanza por cuenta corriente de la zona del euro).

En el período previo a la crisis, y a diferencia de las sociedades no financieras, los hogares empezaron a reducir antes el gasto. Este sector incrementó gradualmente sus superávits financieros en el período 2006-2008, primero mediante una moderación del crecimiento de la inversión residencial y, posteriormente, restringiendo el consumo, aumentando por tanto su ahorro. Este ajuste ejerció considerables presiones a la baja sobre la demanda agregada. Al mismo tiempo, las sociedades no financieras continuaron con su trayectoria expansiva, compensando en cierta medida estos efectos moderadores, y siguieron incrementando su déficit financiero hasta que se produjo la quiebra de Lehman Brothers.

Gráfico 4 Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

(suma de cuatro trimestres de operaciones; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

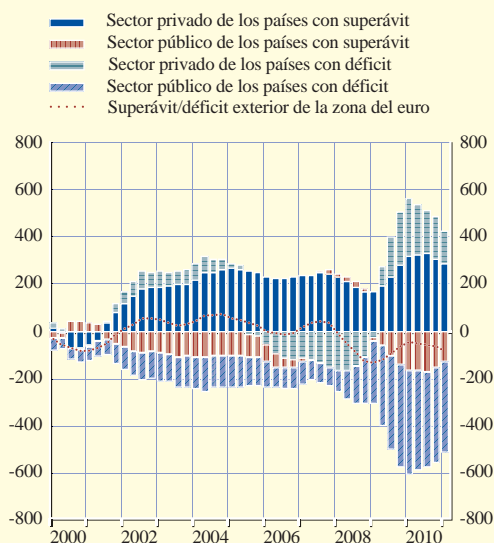
Nota: La necesidad de financiación de las sociedades no financieras en el período comprendido entre el tercer trimestre de 2000 y el primer trimestre de 2001 se vio afectada por la adquisición de licencias de telefonía móvil (UMTS).

Después de este punto de giro, ambos sectores mejoraron sus saldos financieros simultáneamente: los hogares aumentaron sus superávits, mientras que las sociedades no financieras pasaron brusca-mente de registrar déficits financieros a superávits (principalmente, mediante la reducción de la inversión en capital fijo y de las existencias). El repentino descenso de la actividad y la activación de los estabilizadores automáticos sometieron las cuentas públicas a una presión considerable, lo que se plasmó en unos déficits públicos mucho más elevados.

Aparte de observarse algunas debilidades en la configuración de los déficits/superávits de los distintos sectores a escala de la zona del euro, antes de la crisis también se acumularon importantes desequilibrios regionales en la zona. En el gráfico 5 se presenta una descripción alternativa de las posiciones acreedoras/deudoras netas en la zona del euro, y los sectores privados considerados en su conjunto y las Administraciones Públicas se dividen entre países que registraron superávits por cuenta corriente exterior durante la mayor parte

Gráfico 5 Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro: países con superávit frente a países con déficit

(suma de cuatro trimestres de operaciones; mm de euros)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Nota: «Países con superávit» se refiere a Bélgica, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria y Finlandia. En este gráfico, el «sector privado» incluye a todos los sectores distintos del sector público.

del período reciente hasta el inicio de la crisis («países con superávit») y los que contabilizaron déficits («países con déficit»). En el período 2006-2008, el aumento de los déficits observado tanto en el sector privado como en el público de los países con déficit quedó cubierto por los elevados superávits de los sectores privados de los países con superávit. Las fuertes presiones sobre las cuentas públicas originadas por la recesión fueron más pronunciadas en los países con déficit, ya que, en términos agregados, no consiguieron equilibrar sus presupuestos en la fase de mayor auge del ciclo (en contraposición a los países con superávit en su conjunto) y porque sus sectores privados realizaron ajustes especialmente pronunciados, pasando de registrar abultados déficits a superávits significativos. Para entonces, el des-

equilibrio geográfico inicial existente en los déficits/superávits del sector privado había dado paso a notables diferencias regionales en los déficits públicos de los distintos países de la zona del euro, lo que finalmente generó dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda en algunos de los países con déficit.

Además de la vulnerabilidad observada en estos sectores, se produjo un incremento considerable del apalancamiento del sector financiero en muchos países de la zona del euro, especialmente en el de otros intermediarios financieros (OIF), así como en el de los hogares y en el de las sociedades no financieras, con un auge en el mercado de la vivienda en varios de ellos. Cuando se sintieron los efectos de la crisis financiera, los precios de los activos experimentaron una brusca caída, lo que aumentó las ratios de apalancamiento (véase sección 4). Las fuentes de financiación de mercado de las entidades de crédito se vieron repentinamente sometidas a fuertes restricciones, como consecuencia de las tensiones en los mercados monetarios, una situación que se vio mitigada por la abundante liquidez que rápidamente proporcionó el Eurosistema⁶. Cuando las entidades de crédito endurecieron sustancialmente las condiciones aplicadas en la aprobación de crédito al sector privado no financiero a finales de 2008⁷, la preocupación sobre la oferta de créditos, en un entorno de elevada incertidumbre, contribuyó a que la moderada desaceleración cíclica se convirtiera en una grave crisis de la economía real. El endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito fue asimismo un factor que propició un cambio en el patrón de intermediación financiera (véase sección 5).

6 Véase, por ejemplo, el gráfico 21.

7 Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios, las entidades de crédito empezaron a endurecer las condiciones aplicadas para la aprobación de créditos en 2007, aunque el ritmo de endurecimiento se aceleró en los dos trimestres posteriores a la quiebra de Lehman Brothers.



CONCEPTOS UTILIZADOS EN LAS CUENTAS SECTORIALES

Las cuentas sectoriales presentan las cuentas de los sectores institucionales de forma coherente e integrada, vinculando —de modo similar al que se vinculan la cuenta de resultados, los estados de flujos de efectivo y los balances en la contabilidad empresarial¹— empleos/gasto, recursos/ingresos, flujos financieros y su acumulación en los balances de un período con el siguiente.

A tal fin, todas las unidades económicas se clasifican en uno de los cuatro sectores institucionales (esto es, hogares, sociedades no financieras, instituciones financieras y Administraciones Públicas). Sus cuentas se presentan utilizando clasificaciones y normas contables idénticas (las del SEC 95), de forma que cada operación o activo registrado por una unidad será registrada de manera simétrica por la unidad de contrapartida (al menos, en principio). En consecuencia, las cuentas sectoriales presentan los datos con tres restricciones: las cuentas de cada sector deben cuadrar verticalmente (es decir, el exceso de gasto sobre ingresos debe ser equivalente a la financiación); las cuentas de todos los sectores deben cuadrar horizontalmente (es decir, todos los salarios pagados por los sectores deben ser percibidos por los hogares); y las operaciones con activos/pasivos más las ganancias/pérdidas de capital que se derivan de ellas, así como otras variaciones observadas en la cantidad de activos/pasivos, deben ser compatibles con las variaciones de los balances (conciliación de saldos y flujos). Las cuentas sectoriales suelen presentarse en forma matricial, con los sectores en columnas y las operaciones/instrumentos en filas, cuadrando los totales horizontales y verticales (véase el ejemplo en el cuadro)². Las primeras cinco filas del cuadro muestran el gasto y los ingresos de cada sector (desagregados en tipos de gasto/ingreso). En la fila 6 figura la diferencia entre los ingresos y el gasto (el superávit/déficit).

Los conceptos de ingresos y gasto³ se asemejan a los conceptos más tradicionales de recursos y empleos de las cuentas nacionales, aunque generalmente incluyen menos partidas que estos últimos. Por tanto, la renta puede definirse como ingresos (excluidas las transferencias de capital recibidas) menos el gasto distinto del gasto en consumo final y de gastos de capital (formación de capital y transferencias de capital pagadas). En el caso de las empresas, la renta corresponde a los beneficios no distribuidos. El ahorro es el exceso de renta sobre el consumo final⁴.

Por consiguiente, los superávits/déficits se asocian a operaciones con activos financieros y con pasivos de cada sector, lo que se muestra en las filas 7 a 10. En la parte inferior del cuadro se presentan los saldos de activos y pasivos, que son el resultado de la acumulación de operaciones y otros flujos. Este cuadro está muy simplificado (por ejemplo, se omite una presentación explícita del saldo de activos no financieros)⁵.

El exceso de ingresos sobre gasto es la capacidad/necesidad de financiación (es decir, el superávit/déficit financiero), un indicador clave de las cuentas sectoriales. Los ingresos de un hogar suelen exceder su gasto. Por tanto, los hogares son prestamistas netos al resto de la economía. Generalmen-

1 Las cuentas sectoriales presentan diferencias con respecto a la contabilidad empresarial en varios aspectos, principalmente porque esta última no distingue sistemáticamente entre *operaciones* y *otros flujos* (aunque puede observarse un creciente énfasis por diferenciar entre *ingresos* e *ingresos reconocidos* en la contabilidad empresarial).

2 En el cuadro 3.1 de la sección de estadísticas de la zona del euro figura una presentación matricial completa de la zona del euro.

3 El SEC 95 define formalmente los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas mediante referencia a los empleos de este sector.

4 Puede consultarse un glosario de términos de las cuentas nacionales en: http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/EAA_Glossary.pdf?3f0aa8a9cd633211f9b30a47738e3d69.

5 Para una descripción metodológica de las cuentas de la zona del euro, véase http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/eas_note_ch3.pdf?766369a89fd9e1c4d1ff32f25a54eea1.

Presentación matricial simplificada de las cuentas de la zona del euro

		F=A a E =G a K					Total economía	G H I J K				
		H	SNF	IF	AAPP	RdM		H	SNF	IF	AAPP	RdM
		Empleos/gasto						Recursos/ingresos				
1=2+3+4+5	Total	92	105	30	20	15	262	100	100	30	16	16
2	Productos	76	15		10	10	111	-	100	-	-	11
3	Salarios		60	5	10		75	75	-	-	-	
4	Intereses		30	25		5	60	25	-	30	-	5
5	Impuestos	16	-	-	-	-	16	-	-	-	16	-
6=1(G-A),1(H-B) =7(A-G),7(B-H) 7=8+9	<i>Superávit/déficit</i>	<i>8</i>	<i>-5</i>	<i>0</i>	<i>-4</i>	<i>1</i>	<i>0</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
		Operaciones con activos financieros						Operaciones con pasivos				
7=8+9	Total	13	1	15	0	1	30	5	6	15	4	-
8	Depósitos	13	1	-	-	1	15	-	-	15	-	-
9	Préstamos	-	-	15	-	-	15	5	6	-	4	-
10=1A+7A-1G-7G, 1B+7B-1H-7H	Total operaciones netas	0	0	0	0	0	0	-	-	-	-	-
		Activos financieros						Pasivos				
11	Balance de apertura	70	20	100	-	12	202	40	60	90	2	10
12=7	Operaciones	13	1	15	-	1	30	5	6	15	4	-
13	Otros flujos económicos	1	1	-	-	-	2	-	-	2	-	-
14=11+12+13	Balance de cierre	84	22	115	-	13	234	45	66	107	6	10
15=14(A-G),14(B-H)	Patrimonio financiero neto	39	-44	8	-6	3	0	-	-	-	-	-

Notas: H: hogares; SNF: sociedades no financieras; IF: instituciones financieras; AAPP: Administraciones Públicas; RdM: resto del mundo. Las cifras que figuran en este cuadro son meramente ilustrativas.

te, las sociedades no financieras no cubren su gasto con los ingresos, ya que financian al menos parte de sus inversiones no financieras con fondos de otros sectores, además de recurrir a la financiación interna. En consecuencia, las sociedades no financieras suelen ser prestatarios netos. De igual modo, las Administraciones Públicas son con frecuencia prestatarios netos. Si la capacidad de financiación de los hogares no es suficiente para cubrir las necesidades de financiación de los demás sectores, la economía en su conjunto registra una posición deudora neta frente al resto del mundo. Antes de la crisis se pusieron de manifiesto desviaciones con respecto a esta configuración típica en varios países de la zona del euro, en particular en aquellos con una inversión residencial extremadamente elevada que hizo que los hogares pasaran a ser prestatarios netos (como ha sido el caso en Estados Unidos).

Las restricciones relativas al cuadro de las cuentas exigen que cualquier incremento (ex ante) del saldo financiero de un sector quede compensado con una reducción de los saldos financieros de otros sectores. No obstante, el marco contable no indica con qué mecanismo se conseguirá esta reducción ni qué mecanismos están actuando⁶. Las cuentas de la zona del euro hacen que sea posible seguir estos cambios en la capacidad de financiación de los distintos sectores de la economía. También especifican los instrumentos financieros afectados y muestran cómo las operaciones y los cambios de valoración tienen un efecto duradero en los balances de los sectores.

6 Si, por ejemplo, la capacidad de financiación de los hogares aumenta porque consumen menos y ahorran más, esto se traduce, en primer lugar, en un incremento de las existencias de las sociedades no financieras que, a su vez, necesitan ser financiadas. Por tanto, el mayor ahorro del sector hogares proporciona la financiación requerida por dichas sociedades. Posteriormente, esto puede provocar ajustes cuando, por ejemplo, las sociedades no financieras recortan costes, lo que reduce a su vez los ingresos de los hogares y, por consiguiente, los fondos de que dispone este sector para financiar a las sociedades no financieras.

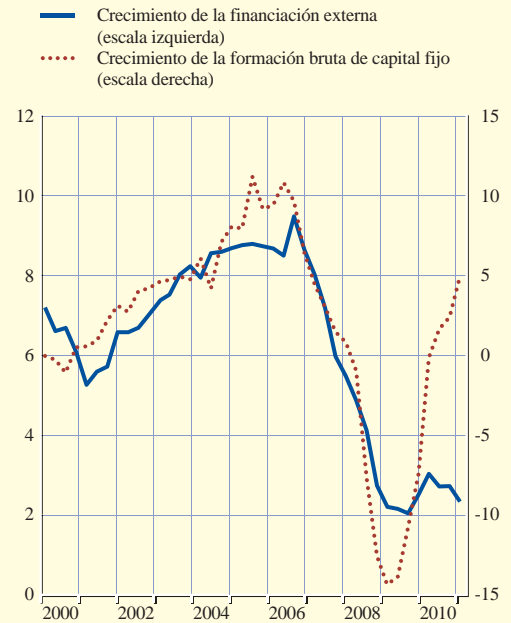
3 MODIFICACIONES DE LOS DÉFICITS/SUPERÁVITS FINANCIEROS POR SECTORES

En esta sección se considera con más detalle la evolución subyacente de las posiciones acreedoras/deudoras netas de los distintos sectores durante las fases de desaceleración, recesión y recuperación. En el período anterior a la crisis, los hogares empezaron a reducir antes el gasto. Este sector incrementó de manera continuada sus superávits financieros entre 2006 y 2008, primero mediante una moderación gradual del crecimiento de la inversión residencial y, posteriormente, restringiendo el consumo. En 2007, habida cuenta del deterioro de las condiciones en los mercados de la vivienda, el crecimiento (nominal) de la inversión residencial por parte de los hogares de la zona del euro comenzó a moderarse, y a mediados de 2008 pasó a registrar una ligera disminución en términos interanuales. Este fue uno de los principales factores que contribuyó a que la tasa de crecimiento de la financiación externa (que incluye todos los pasivos) de este sector se redujera a la mitad (véase gráfico 6). Aunque la renta de los hogares siguió creciendo a una tasa interanual nominal bastante estable, del 4% (véase gráfico 7), para finales de 2007 esta tasa apenas resultó ser suficiente para compensar la rápida aceleración que experimentó la inflación medida por el IAPC, que alcanzó un máximo del 4,1% en julio de 2008, impulsada por el rápido incremento de los precios de las materias primas. Los hogares, que tuvieron que hacer frente a esta perturbación sobre su renta real, optaron por recortar su consumo real en lugar de tratar de suavizarlo reduciendo sus flujos de ahorro.

En los dos trimestres posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, el gasto de los hogares continuó moderándose. La caída de la inversión residencial se aceleró, situándose en una tasa interanual del -14,9% en el segundo trimestre de 2009. Este sector también redujo el consumo nominal, lo que en parte se vio facilitado por un breve período de disminución de los precios de consumo. Su ratio de ahorro también aumentó en 1,5 puntos porcentuales durante dos trimestres (véase gráfico 8). En un contexto de reducción de la remuneración de

Gráfico 6 Formación bruta de capital fijo y financiación externa de los hogares

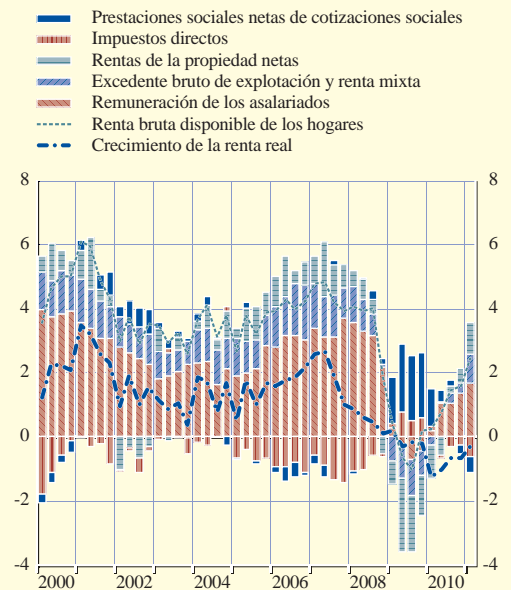
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico 7 Renta bruta disponible nominal de los hogares

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

los asalariados y de contracción de las rentas de la propiedad netas recibidas (intereses y dividendos), las transferencias netas procedentes de las Administraciones Públicas (prestaciones sociales menos impuestos y cotizaciones sociales) favorecieron con fuerza el crecimiento de la renta de los hogares, un fenómeno que revirtió progresivamente en 2010, cuando los demás componentes de la renta de los hogares se recuperaron (véase gráfico 7). Con la recuperación de la renta, el crecimiento del consumo se vio asimismo respaldado por el rápido descenso de las ratios de ahorro, hasta registrar, a finales de 2010, los niveles más bajos de la década. La evolución por países mostró fuertes heterogeneidades, ya que, por ejemplo, en algunos países se produjo un auge de la inversión residencial con anterioridad al año 2007, o patrones de ahorro más pronunciados que otros en el período 2008-2010.

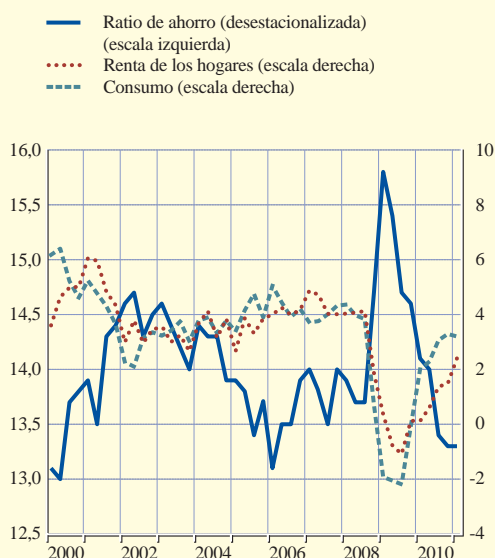
A diferencia de la temprana desaceleración que se registró en el gasto de los hogares, las *sociedades*

no financieras continuaron incrementando su endeudamiento y ampliando sus balances hasta el tercer trimestre de 2008. El gráfico 9 muestra el avance hasta esa fecha de la necesidad de financiación (desestacionalizada) de las sociedades no financieras, resultante de una formación de capital elevada y de la disminución de los beneficios no distribuidos. La desagregación de la financiación externa de este sector por «aplicación de fondos» (como se muestra en el gráfico 10) también apunta a una creciente exposición al riesgo, con un aumento de las adquisiciones de acciones cotizadas, hasta mediados de 2008. Además, la considerable acumulación de activos líquidos⁸ observada desde 2006 se moderó a partir de finales de 2007, ya que las empresas empezaron a utilizar sus reservas de liquidez. Con el brusco cambio de rumbo que se produjo en el último trimestre de 2008, las sociedades no financieras recortaron todos los gastos —la inversión en capital fijo, las existencias, los salarios, los

8 Depósitos, valores distintos de acciones y participaciones en fondos de inversión.

Gráfico 8 Renta, consumo y ratio de ahorro de los hogares

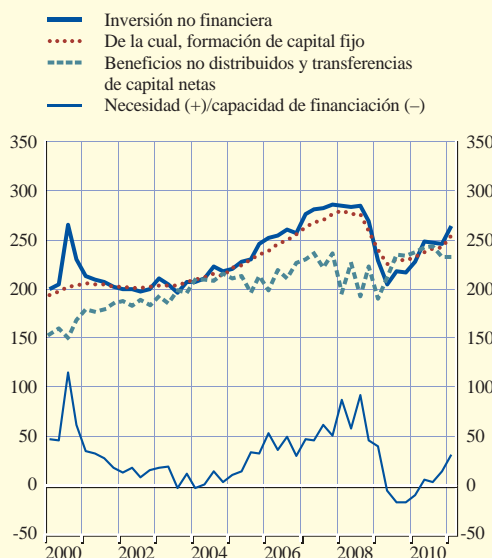
(tasas de variación interanual; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico 9 Formación de capital, beneficios no distribuidos y necesidad (+)/capacidad de financiación (-) de las sociedades no financieras

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

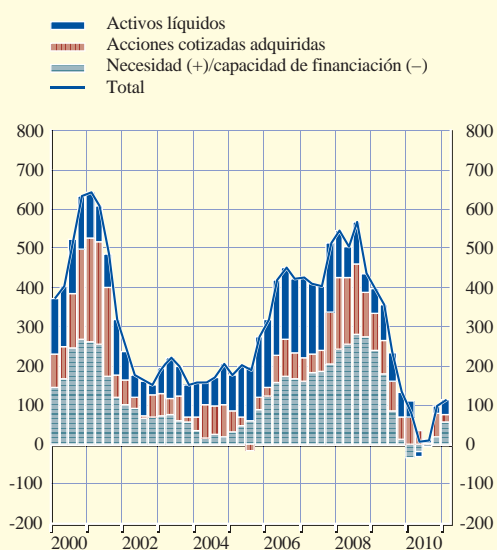
Nota: El pico registrado en 2000 en la inversión y en la necesidad de financiación refleja el impacto de las licencias de telefonía móvil (UMTS), que se contabilizaron como gasto de las sociedades no financieras.

gastos corrientes (por ejemplo, viajes), aunque también los intereses y los dividendos— y otros tipos de desembolsos, como las compras de acciones cotizadas. También pagaron menos impuestos sobre beneficios. Las empresas consiguieron convertir el déficit financiero registrado en 2008, que había sido muy elevado, en superávit financiero para el verano de 2009, acumulando efectivo y reduciendo sus necesidades de financiación externa. A partir de mediados de 2009, el aumento de la formación de capital (que inicialmente estuvo impulsado, en gran medida, por el cambio de sentido de la fuerte reducción de existencias observada en el primer semestre de 2009) quedó casi totalmente compensado por la mejora de los beneficios no distribuidos. Esto llevó a una situación en la que las sociedades no financieras evitaron volver a registrar un déficit financiero considerable, y en la que el repunte de la financiación externa estuvo acompañado, en la mayor parte de los casos, de una nueva acumulación de liquidez hasta el primer trimestre de 2011, cuando la necesidad de financiación de este sector se incrementó sustancialmente.

El análisis de los márgenes puede basarse en una serie de conceptos obtenidos de las cuentas de la zona del euro, como se muestra en el gráfico 11. Particularmente reseñable es la acusada caída del excedente bruto de explotación y de la renta empresarial bruta desde mediados de 2007, que posteriormente tocó fondo en el primer trimestre de 2009. Inicialmente, este descenso se debió, entre otros factores, a una transmisión incompleta de las subidas de los precios de las materias primas y a las persistentes presiones salariales y, posteriormente, al impacto adverso de la recesión. Durante la fase de recuperación, el excedente bruto de explotación se recuperó gradualmente, en un entorno de fuertes presiones competitivas y de una transmisión incompleta de los elevados costes de los bienes intermedios. En cambio, los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras repuntaron con más rapidez, como consecuencia de los menores pagos netos por intereses (las empresas fueron importantes beneficiarias de los niveles muy bajos de los tipos de interés oficiales), de los limitados impuestos pagados (impacto retardado

Gráfico 10 Financiación externa de las sociedades no financieras por aplicación de fondos

(suma de móvil de cuatro trimestres; mm de euros)

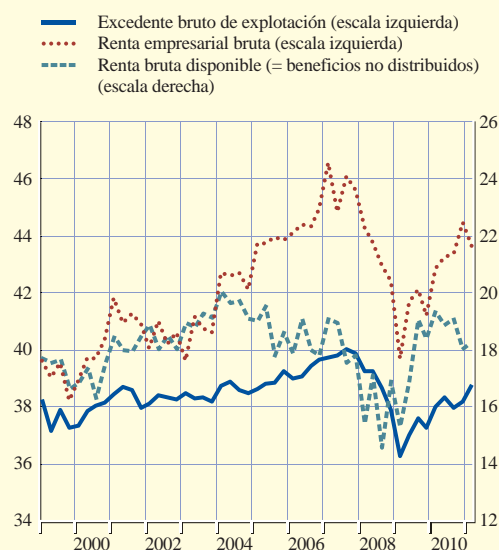


Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/pago).

Gráfico 11 Medidas de beneficios brutos de las sociedades no financieras de la zona del euro

(en porcentaje del valor añadido; datos desestacionalizados)



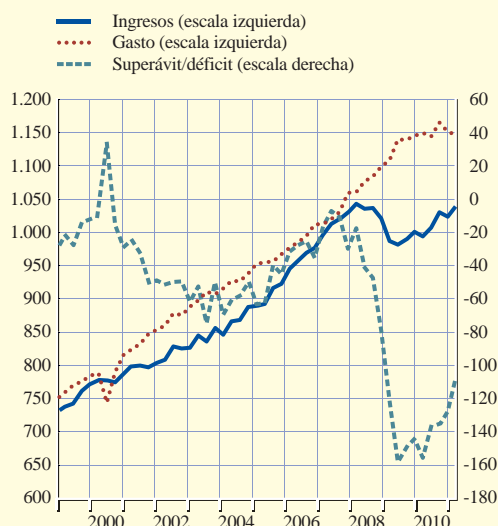
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

del mínimo registrado en la actividad económica) y de los reducidos dividendos netos distribuidos (las empresas redujeron sustancialmente o congelaron los dividendos en 2009 como medida complementaria para ahorrar efectivo). La recuperación de la renta empresarial fue un caso intermedio, ya que fue más pronunciada que la del excedente bruto de explotación, pero inferior a la de los beneficios no distribuidos⁹.

La situación de las *Administraciones Públicas* empezó a deteriorarse lentamente, partiendo de una posición próxima al equilibrio registrada entre el segundo trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2008, debido fundamentalmente a la ralentización del crecimiento de los ingresos. No obstante, en 2009 experimentó un acusado empeoramiento como consecuencia de la actuación de los estabilizadores fiscales automáticos y de la aplicación de una serie de medidas de política económica¹⁰ (véase gráfico 12). Los impuestos directos sobre los hogares y las sociedades no financieras, así como las cotizaciones sociales recaudadas, se redujeron sustancialmente, y las prestaciones sociales abonadas se incrementaron, todo lo cual respaldó la renta de los hogares y las empresas. Para entonces, la recesión había transformado en déficits públicos elevados (o más elevados) los desequilibrios que se habían acumulado en los sectores privados de algunos países con anterioridad a la crisis, planteando una necesidad urgente de llevar a cabo un ajuste fiscal. A partir del primer trimestre de 2010, las medidas fiscales correctivas aplicadas hicieron que el gasto público empezara a descender, registrando una tasa de variación interanual negativa en el primer trimestre de 2011 por primera vez desde el comienzo de la Unión Monetaria, y la remuneración de los empleados públicos se mantuvo prácticamente estable, en términos interanuales, por tres trimestres consecutivos. Al mismo tiempo, los ingresos públicos empezaron a aumentar como resultado de las medidas de consolidación y de los efectos de los estabilizadores automáticos, en un contexto de recuperación económica. Esto se tradujo en una reducción moderada del déficit del sector público a partir del primer trimestre de 2010. Con todo, los desequilibrios presupuestarios siguen siendo importantes.

Gráfico 12 Gasto, ingresos y déficit de las Administraciones Públicas

(mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE (desestacionalización realizada por los autores).

Para completar el análisis de los sectores institucionales cabe observar que las *instituciones financieras* de la zona del euro han registrado un superávit bastante estable y elevado, en la mayor parte de los casos como consecuencia de los beneficios no distribuidos que se añaden a su capital. No obstante, esto no fue suficiente para evitar el aumento de su ratio de apalancamiento (véase sección 4). Además, sus superávits financieros tendieron a seguir incrementándose durante y después de la crisis. Este resultado, algo contrario a la lógica, refleja, en

- 9 El excedente bruto de explotación incluye los márgenes de las actividades de producción (en términos generales, ventas menos adquisiciones y remuneración de los asalariados). La transición del excedente bruto de explotación a la renta empresarial bruta se añade a los intereses netos y a los dividendos recibidos. Los beneficios no distribuidos (que, en el caso de las empresas, también es la renta disponible, así como el ahorro) reducen aún más otras transferencias corrientes netas, principalmente impuestos y dividendos distribuidos. La valoración de los márgenes basada en la renta empresarial puede prestarse a interpretaciones erróneas, fundamentalmente porque los dividendos del sector (esto es, distribuidos por sociedades no financieras residentes y obtenidos por otras sociedades no financieras residentes) no se suelen eliminar. A modo de aproximación, los dividendos obtenidos por las sociedades no financieras aumentaron del 3,8% del valor añadido en 2000 al 7,8% en 2010.
- 10 No obstante, excluyen la mayor parte de las medidas de apoyo al sector bancario que, según la clasificación de Eurostat, no han tenido un impacto en el déficit (véase sección 5).

gran medida, los repuntes de los diferenciales aplicados a las actividades de intermediación desde 2007, que anteriormente habían caído hasta situarse en niveles muy reducidos¹¹.

El exceso de superávits sobre déficits de los sectores residentes condujo a que la zona del euro registrara una posición acreedora neta frente al *resto del mundo* en el período 2002-2007. En 2007 y 2008, el efecto combinado de una perturbación que hizo que la relación real de intercambio pasara a ser negativa (impulsada por una fuerte subida de los precios de las materias primas) y de las reiteradas contribuciones negativas de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB dio lugar a que los superávits de la zona del euro se convirtieran en déficits (véanse gráficos 13 y 5). Posteriormente, a partir de mediados de 2008 la relación real de intercambio mejoró sensiblemente durante algunos trimestres, pero volvió a deteriorarse con rapidez desde mediados de 2009. Aunque, en líneas generales, las contribuciones de la demanda exterior neta de la zona del euro fueron positivas a partir del segundo trimestre de

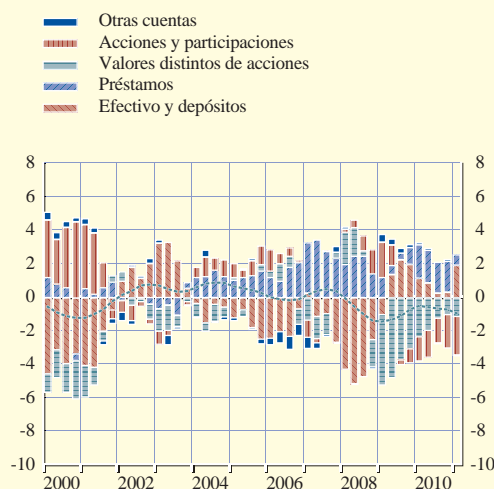
2009, beneficiándose de una sólida recuperación económica mundial, esto no fue suficiente para conseguir que el saldo exterior retornara a una posición de superávit.

La financiación de la posición deudora neta de la zona del euro no planteó dificultades durante la crisis ni durante la recuperación, aunque pueden identificarse tres fases separadas. Durante la primera fase, entre mediados de 2007 y mediados de 2008, los elevados flujos netos de entrada en depósitos financiaron las salidas registradas en otros instrumentos: préstamos, valores distintos de acciones y acciones y participaciones. En la segunda fase, correspondiente al período posterior a la quiebra de Lehman Brothers, las operaciones transfronterizas brutas se redujeron con rapidez, especialmente los depósitos interbancarios (véase gráfico 14). El déficit de la zona del euro en el período 2008-2009

11 Con arreglo a las normas contables del SEC 95, los beneficios excluyen las pérdidas (o ganancias) de capital, como las procedentes de los activos tóxicos que las entidades de crédito habían adquirido durante la fase de auge económico. Además, Eurostat no contabiliza los programas de rescate como ingresos del receptor (o transferencias de capital recibidas), sino como financiación.

Gráfico 13 Capacidad de financiación de la zona del euro frente al resto del mundo (por instrumento)

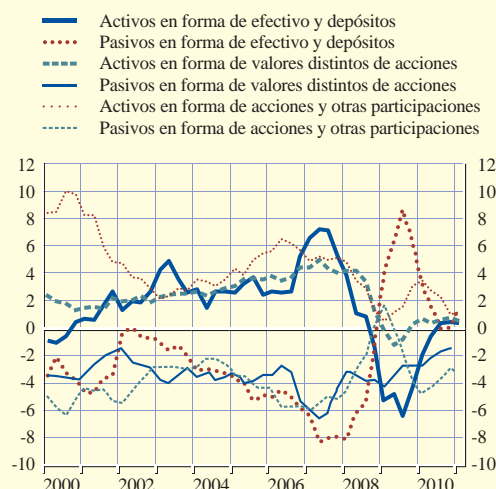
(en porcentaje del PIB; sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Este gráfico muestra las operaciones con activos financieros netas de pasivos de residentes en la zona del euro frente a no residentes, por instrumento, por lo que calculan los flujos netos de entrada (-) o de salida (+) de la zona del euro de un instrumento determinado.

Gráfico 14 Flujos transfronterizos de depósitos y valores de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; sumas móviles de cuatro trimestres)



Fuente: BCE.
Nota: Activos y pasivos de la zona del euro. Flujos de entrada (-) / salida (+).

se financió predominantemente con las entradas netas en valores distintos de acciones, consistentes fundamentalmente en adquisiciones de bonos emitidos por residentes por parte de no residentes (en lugar de ventas de bonos emitidos por estos últimos por parte de residentes). En la tercera fase, correspondiente al año 2010, el déficit de la zona se financió principalmente con los flujos netos de entrada en acciones y participaciones (sobre todo, compras por parte de no residentes), en un período con un euro bastante fuerte.

4 APALANCAMIENTO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

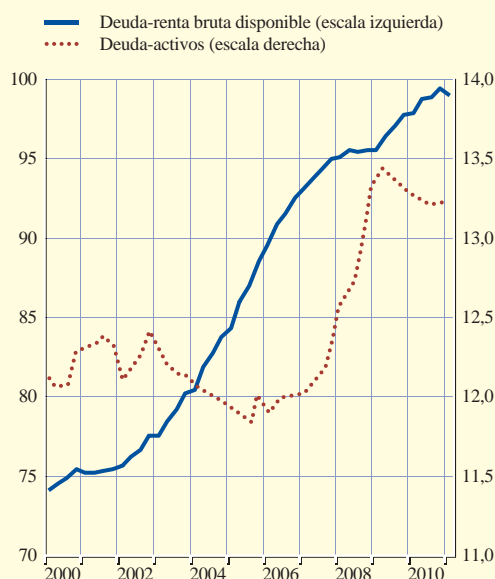
Los déficits/superávits financieros y las inversiones en activos no financieros influyen en la evolución de los balances, y viceversa. En concreto, el saldo entre la deuda¹² y los activos es un aspecto clave del análisis económico y financiero, fundamentalmente con miras a realizar un seguimiento de la estabilidad financiera y de la sostenibilidad de la deuda. Aunque resulta difícil determinar de antemano qué constituye un nivel de deuda sostenible¹³, los cambios repentinos en la percepción de la sostenibilidad de la deuda pueden provocar correcciones con importantes consecuencias macroeconómicas, como se ha puesto de manifiesto durante esta crisis financiera. El endeudamiento puede medirse en relación con la renta, pero también mediante referencia a los activos no financieros (véase recuadro 2).

APALANCAMIENTO DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS

Antes de la crisis, los hogares de la zona del euro aumentaron sustancialmente su endeudamiento en comparación con la renta disponible, pasando de alrededor del 75 % en 2000 hasta aproximadamente el 94 % en 2007 (véase gráfico 15). No obstante, cuando el valor de sus activos, tanto financieros como no financieros, se incrementó con mayor rapidez, las ratios deuda-activos de este sector se redujeron ligeramente en ese mismo período, lo que puede haber contribuido a la caída de su ratio de ahorro durante ese período vía efectos riqueza.

Gráfico 15 Ratios de deuda de los hogares

(en porcentaje de la renta bruta disponible y de los activos de los hogares¹⁾)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Activos financieros y no financieros.

A partir de 2007, los precios de la vivienda experimentaron un descenso en algunos países de la zona del euro, y en 2008 el valor agregado de los activos no financieros de los hogares de la zona disminuyó considerablemente, lo que provocó reducciones de su patrimonio neto¹⁴. En respuesta a esta situación, los hogares redujeron tanto su inversión residencial como su endeudamiento, logrando

12 En esta sección, la definición de deuda incluye todas las categorías de pasivos del SEC 95, excluidas acciones y otras participaciones y derivados financieros. En el caso de los sectores no financieros, también se excluyen otras cuentas pendientes de pago.

13 La mayor parte de la literatura teórica se ha centrado en la composición de la financiación o del apalancamiento en lugar de los niveles de endeudamiento, siguiendo las hipótesis de Modigliani-Miller. Para conocer la «hipótesis de irrelevancia» (sobre la estructura del capital) original, véase F. Modigliani y M. Miller, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, n.º 48 (3), 1958, pp. 261-297. La literatura posterior sobre la estructura del capital de las empresas ha identificado factores que influyen en la ratio óptima capital-deuda. Para un análisis de la literatura posterior, véase A. Villamil, «The Modigliani-Miller theorem» en S. N. Durlauf y L. E. Blume, (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave MacMillan, 2008.

14 En el SEC 95, el patrimonio neto se define como activos menos pasivos, incluidas acciones y otras participaciones.

frenar temporalmente el crecimiento de su ratio deuda-renta. En 2009 recortaron aún más su inversión no financiera y las necesidades de financiación asociadas, aunque la citada ratio volvió a aumentar a medida que disminuía su renta disponible. Esta ratio no se estabilizó hasta 2010 (en un nivel en torno al 99%), ya que el crecimiento muy reducido de su endeudamiento quedó compensado por un incremento igualmente moderado de la renta disponible.

La evolución del patrimonio neto de los hogares también puede analizarse descomponiendo los cambios trimestrales en operaciones y otras variaciones¹⁵ (véase gráfico 16). Estos últimos tienen su origen, en su mayor parte, en las ganancias de capital en acciones e inmuebles residenciales. En los años previos a la crisis, el patrimonio neto de este sector, que en el gráfico 16 se expresa en por-

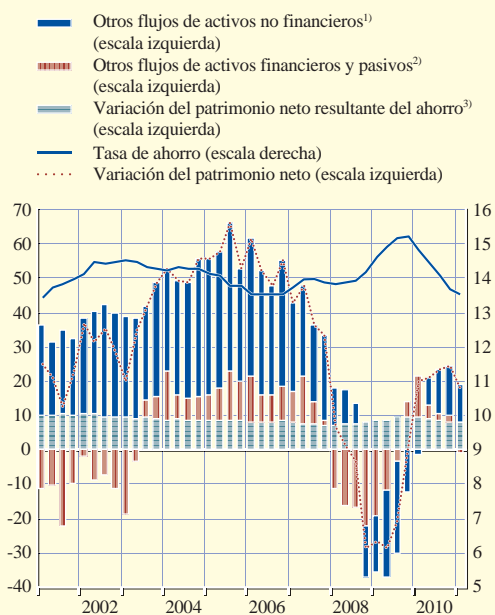
centaje de la renta disponible, creció con intensidad, debido principalmente a los continuos aumentos del precio de la vivienda.

Estas ganancias por valoración fueron muy superiores a la acumulación de riqueza a través del ahorro. Posteriormente, el acusado descenso de los precios de las acciones en 2008 provocó importantes pérdidas por valoración en activos financieros, una situación que se vio agravada por las pérdidas registradas en el valor de los inmuebles residenciales hacia finales de 2008. Esta evolución, así como el deterioro general de las perspectivas económicas en su conjunto, hicieron que los hogares incrementaran su ahorro, lo que, no obstante, apenas frenó la disminución del patrimonio neto

15 Los denominados *otros flujos económicos*, que incluyen las ganancias y pérdidas de capital y otras variaciones del volumen de activos.

Gráfico 16 Variación del patrimonio neto de los hogares de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

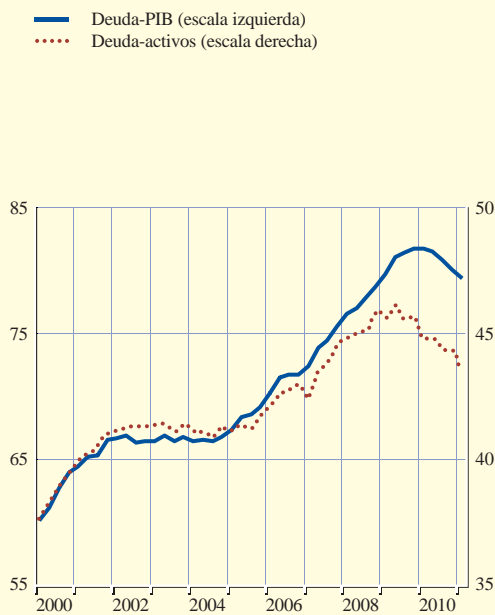
1) Principalmente, ganancias y pérdidas de capital en activos inmobiliarios y suelo.

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

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

Gráfico 17 Ratios de deuda de las sociedades no financieras

(en porcentaje del PIB y de los activos¹⁾)



Fuentes: Eurostat y BCE.

1) Activos financieros y no financieros.

en 2009, que no volvió a aumentar de nuevo hasta 2010, cuando las pérdidas en las tenencias de activos se convirtieron en ganancias.

Como se ha explicado en la sección 3, las sociedades no financieras de la zona del euro empezaron a recortar el gasto más tarde que los hogares. Hasta mediados de 2008 continuaron acumulando deuda con rapidez, en un contexto de fuertes inversiones y de numerosas operaciones de fusión y adquisición financiadas mediante deuda, una tendencia que había comenzado en 2004. Posteriormente, cuando el PIB experimentó un acusado descenso en 2009, la ratio de deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras siguió aumentando durante ese año (efecto base), pese a que habían reaccionado con prontitud reduciendo sus déficits financieros y convirtiéndolos en superávits en unos pocos trimestres. Esta ratio no comenzó a disminuir hasta 2010, cuando la recuperación del crecimiento del PIB superó el endeudamiento (véase gráfico 17).

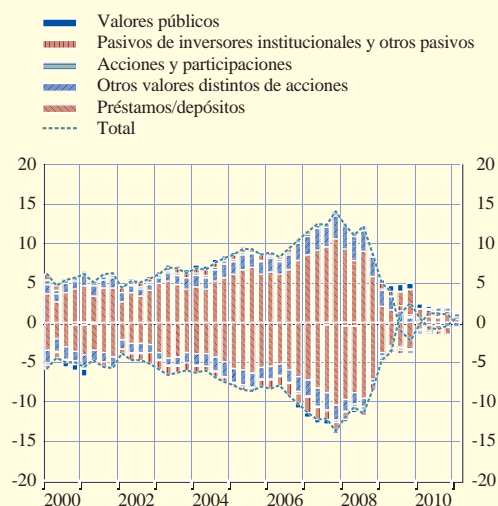
APALANCAMIENTO DE LOS SECTORES FINANCIEROS

A diferencia de los sectores no financieros, la evolución de los balances de los intermediarios financieros no está dominada por los desequilibrios entre el gasto y los ingresos del propio sector, y no reacciona directamente a dichos desequilibrios. En consonancia con su función económica, los balances de estos intermediarios son vehículos para canalizar financiación entre agentes no financieros. Por tanto, la dinámica de sus balances está más relacionada con la de estos últimos.

En épocas de expansión económica, los balances de los intermediarios crecen por encima de la media, ya que las unidades institucionales no financieras necesitan cada vez más financiación, mientras que, en las fases de desaceleración, el crecimiento de los balances de estos intermediarios tiende a ser más moderado. El gráfico 18 muestra cómo este patrón ha sido el que han seguido las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona en las cuentas de la zona del euro desde 2005, con una aceleración gradual del crecimiento de los balances, en términos interanua-

Gráfico 18 Balance de las IFM

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

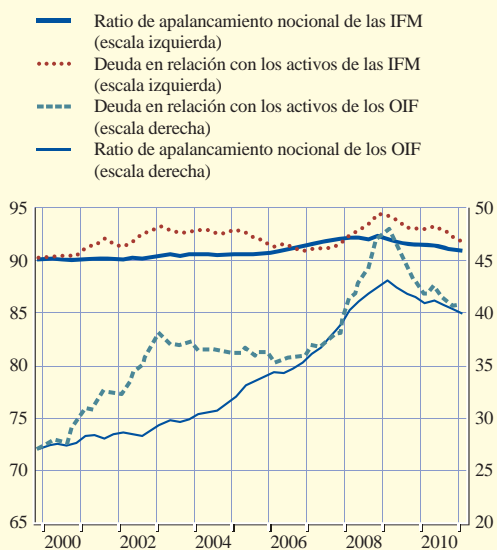
les, que alcanzó el 14% al final de 2007. El año siguiente, esta tasa de crecimiento se redujo moderadamente, pasando a experimentar una brusca caída tras la quiebra de Lehman Brothers, y al final de 2009 registraba una tasa de disminución interanual del 2%.

Los períodos en los que los balances de los intermediarios financieros registran un fuerte crecimiento pueden generar incrementos procíclicos de su ratio deuda-activos (en lo sucesivo, denominada «ratio de apalancamiento»), que podrían plantear riesgos para la estabilidad financiera y dar lugar a un ciclo de expansión y recesión en el crecimiento económico o acentuarlo¹⁶. En el gráfico 19 se presentan los ratios de apalancamiento de las IFM y de otros

16 Existen partes del sector financiero que están sujetas a incentivos para responder a aumentos de los precios de los activos acumulando más deuda, con el fin de restablecer o incluso aumentar sus niveles de apalancamiento (véase, por ejemplo, T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and Leverage», *FRB of New York Staff Report* n.º 328, 1 de enero de 2009). Además, factores de carácter institucional pueden alentar tal comportamiento, como la tendencia hacia una regulación más laxa en las épocas de auge económico (véase «The role of valuation and leverage in procyclicality», *CGFS Papers*, n.º 34, informe del grupo de trabajo conjunto del Foro de Estabilidad Financiera y el Comité sobre el Sistema Financiero Global, presidido por Jean-Pierre Landau, Banque de France, abril de 2009).

Gráfico 19 Apalancamiento del sector de instituciones financieras

(deuda en porcentaje de activos)



Fuentes: Eurostat y BCE.

intermediarios financieros (OIF)¹⁷ en los diez últimos años, distinguiendo entre la ratio «general» y la ratio «nacional», resultante únicamente de la acumulación activa de deuda y de capital, al margen de los efectos de los precios de los activos sobre el apalancamiento (véase también recuadro 2). Esto permite analizar los cambios en el apalancamiento resultantes de variaciones de los precios de los activos y de la respuesta activa de los intermediarios a dichas variaciones (y su efecto en el apalancamiento).

El nivel de las ratios es más elevado en el caso de las IFM, para las que el apalancamiento es parte de su actividad comercial básica, es decir, la captación de depósitos y la concesión de préstamos. No obstante, desde principios de este siglo, los OIF han incrementado considerablemente su ratio general de apalancamiento, desde el 27 % a comienzos del año 2000 hasta el 41 % al final de 2010 (en cambio, la ratio de las entidades de crédito registró un aumento inferior a dos puntos porcentuales en ese mismo período, hasta el 92 %), lo que indica un cambio progresivo de la intermediación financiera hacia entidades no bancarias¹⁸.

El análisis de la evolución del apalancamiento puede estructurarse en tres fases distintas. En la primera, hasta el final de 2004 la ratio nacional de apalancamiento de las IFM se mantuvo prácticamente invariable, mientras que la de los OIF aumentó considerablemente. Esta evolución no es claramente evidente en las ratios generales, que se vieron afectadas por los incrementos de los precios de los activos que se registraron en ese período. En la segunda fase, que abarcó el período comprendido entre principios de 2005 y mediados de 2008, el efecto de ocultación de los precios de los activos fue aún más pronunciado, ya que las ratios generales de apalancamiento mostraron un perfil constante en el caso de los OIF y descendente en el de las IFM, aunque, de hecho, ambos sectores estuvieron acumulando deuda con intensidad, aumentando por tanto su apalancamiento nacional. La ratio general de los dos sectores no empezó a ascender hasta el final de 2007, cuando los precios de los activos empezaron a disminuir. Por último, el período posterior a la quiebra de Lehman Brothers se caracterizó por el desapalancamiento sostenido llevado a cabo por ambos sectores, que en cierta medida se vio influenciado por el fuerte impacto causado por las caídas de los precios de los activos en su ratio general y por la consiguiente reacción para conseguir que retornaran a niveles sostenibles. En este contexto, el crecimiento de los balances de las instituciones financieras casi se paralizó (para las IFM, véase gráfico 18), reflejando, por un lado, la desinversión en activos secundarios y, por otro, un desplazamiento de la financiación bancaria a la financiación en los mercados (véase sección 5). Esta secuencia de acontecimientos sugeriría que

17 El sector de OIF incluye agentes muy variados: intermediarios apalancados similares a entidades de crédito —en ocasiones denominados «bancos en la sombra»—, como fondos de titulización, pero también fondos de inversión, cuyos pasivos están casi totalmente integrados por acciones y participaciones.

18 A diferencia del sector bancario, estos intermediarios carecen de un sistema de garantía de depósitos, de acceso a las facilidades de liquidez del banco central y de requerimientos regulatorios estrictos. La adopción de modelos de negocio que economizan en el capital regulatorio hicieron que las actividades de intermediación se trasladaran a agentes incluidos en el sector de OIF, como fondos de titulización, a consecuencia de un cambio del modelo de banca tradicional (intermediación en crédito-depósitos) al modelo de originar para distribuir (préstamos originados en entidades de crédito pero distribuidos a inversores a través de operaciones de titulización).

existe una relación de adelantos-atrasos entre los ratios generales y los ratios nocionales de apalancamiento, y que los efectos de retroalimentación positivos entre los precios de los activos y el apalancamiento desempeñan un papel relevante en la evolución del endeudamiento en la zona del euro.

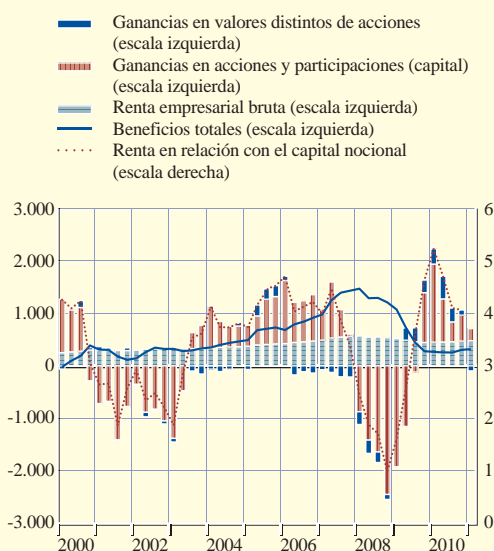
El acusado aumento del apalancamiento en la pasada década también contribuyó al evidente y sustancial incremento de la rentabilidad del capital *ex post*, que en el gráfico 20 se mide por la renta empresarial en relación con el capital nocional y que también muestra una medida más amplia de los beneficios de las instituciones financieras que incluye la renta empresarial y las ganancias en activos¹⁹. La renta empresarial contribuyó de manera constante a la rentabilidad hasta 2008, cuando la ralentización de la actividad y los posteriores re-

cortes de los tipos de interés afectaron a los beneficios de las instituciones financieras, lo que, junto con una reducción del apalancamiento, hizo que los ingresos en relación con el capital nocional hayan disminuido más de un punto porcentual desde finales de 2007. Al mismo tiempo, las instituciones financieras se han beneficiado de las ganancias en acciones (capital) desde mediados de 2009, compensando, en gran medida, las pérdidas sufridas en la primera fase de la crisis financiera.

Las ratios de apalancamiento de las instituciones financieras también reflejan la proliferación de numerosos «niveles» de intermediación y la ampliación de las cadenas de intermediación²⁰ entre los prestamistas últimos y los prestatarios finales. El gráfico 21 ilustra este fenómeno considerando la variación de la participación de las IFM en la financiación total en los mercados mayoristas de este sector vía crédito-depósitos. La financiación en los mercados mayoristas se refiere a la canalización de fondos a IFM a través de otros intermediarios: otras IFM (esto es, el mercado interbancario), inversores institucionales (OIF), no residentes (principalmente, entidades de crédito extranjeras) o el Eurosistema. Por tanto, excluye la financiación tradicional directa a través de depósitos del sector no financiero²¹. La financiación mayorista aumentó de manera acusada a partir de 2004, reflejando un alejamiento progresivo de los patrones de financiación tradicionales (pasando, por ejemplo, a un modelo de negocio consistente en «originar para distribuir» o a la financiación mediante operaciones *repo*) y, por último, aumentando la exposición de las IFM a las perturbaciones

Gráfico 20 Beneficios de las instituciones financieras

(flujos de cuatro trimestres en mm de euros; porcentajes)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los beneficios se definen como la suma de la renta empresarial bruta y las ganancias en las tenencias de activos en forma de acciones y participaciones y valores distintos de acciones (véase la nota a pie de página 19). La renta en relación con el capital nocional se refiere a la renta empresarial bruta en relación con el capital nocional. El capital nocional es el resultado de acumular operaciones de capital al *stock* de capital a valor de mercado al final del primer trimestre de 1999. El capital incluye acciones y otras participaciones (excluidas participaciones en fondos del mercado monetario). Las operaciones de capital incluyen las transacciones financieras con acciones y participaciones (emisión de acciones y participaciones) y los beneficios no distribuidos.

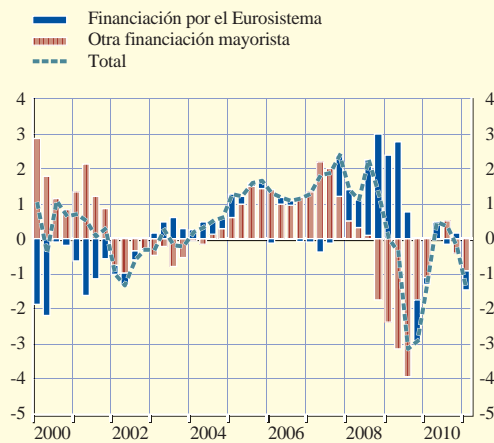
19 En el caso de las IFM, la renta empresarial bruta (véase nota 9 a pie de página) incluye fundamentalmente intereses recibidos menos intereses pagados, más comisiones bancarias y dividendos recibidos. Las ganancias de capital en activos incluyen los cambios de valoración de activos (que se valoran a precios de mercado en las cuentas nacionales), que comprenden tanto las ganancias como las pérdidas realizadas en operaciones de venta de activos, pero también las latentes en el balance pero aún no realizadas.

20 Véase, por ejemplo, H. S. Shin, «Financial intermediation and the post-crisis financial system», *BIS Working Paper Series*, n.º 304, Basilea, marzo de 2010.

21 Un análisis más exhaustivo debería incluir la financiación mediante valores distintos de acciones. Las cuentas de la zona del euro todavía no proporcionan un detalle por sector de contrapartida de las tenencias de estos valores por sector emisor. No obstante, el BCE tiene previsto recopilar esta información en el futuro.

Gráfico 21 Financiación mayorista de las IFM proporcionada por IFM

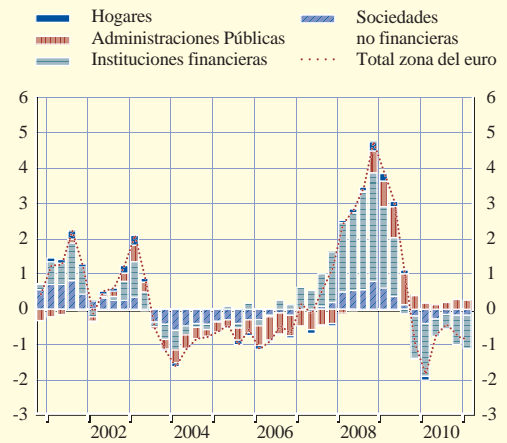
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Variaciones en la participación de la financiación mayorista en la financiación total mediante depósitos/préstamos.

Gráfico 22 Ratio de apalancamiento¹⁾ de la zona del euro y contribución por sector

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.
1) Ratio «general» de apalancamiento – datos no consolidados.

en los mercados monetarios. Cuando comenzaron las perturbaciones financieras en 2007 y los mercados monetarios resultaron afectados, el recurso al Eurosistema proporcionó inicialmente apoyo a los mercados de financiación mayorista en su conjunto. Posteriormente, el mal funcionamiento de los mercados monetarios provocó una fuerte caída de la financiación mayorista, pese al creciente respaldo del Eurosistema. Esta reducción de la financiación mayorista fue un factor importante en el ajuste de los balances de las IFM que se produjo como consecuencia de la crisis financiera.

APALANCAMIENTO DEL TOTAL DE LA ECONOMÍA

El gráfico 22, que muestra las variaciones de la ratio deuda-activos (ratio general, a valor de mercado) del total de la economía por sector institucional,

pone de manifiesto el destacado papel desempeñado por las instituciones financieras en el aumento del apalancamiento en el período anterior a la crisis. Los dos episodios de ajuste de los balances observados desde principios de este siglo (esto es, 2000-2002 y 2008-2009) tienen en común la importante participación de las sociedades no financieras en el auge del apalancamiento antes de que se produjeran las caídas. No obstante, el período reciente se ha caracterizado por una contribución bastante más relevante de las instituciones financieras al apalancamiento. Esto apunta a que el apalancamiento de las entidades de crédito o de instituciones similares ha desempeñado un papel mucho más significativo en el auge del crédito registrado recientemente, mientras que la «burbuja tecnológica» que se formó a principios del presente siglo estuvo impulsada en mayor medida por los mercados y el capital.

Recuadro 2

ENDEUDAMIENTO Y MÉTODOS DE APALANCAMIENTO

Los análisis que se realizan para valorar el endeudamiento suelen consistir en examinar la ratio deuda-renta o la ratio carga financiera-renta. No obstante, dado que las deudas se contraen para financiar activos, también es importante analizar la deuda en relación con los activos, medida por las ratios de apalancamiento (ratio deuda-activos)¹. Los activos incluyen no solo los activos financieros, sino también los activos no financieros, cuyo valor es considerable pero difícil de calcular². Una justificación importante para efectuar un análisis del apalancamiento es que, con frecuencia, los activos proporcionan los flujos de efectivo necesarios para hacer frente a la carga financiera, se utilizan como activos de garantía en las operaciones de financiación y pueden estar disponibles para su venta en caso de que el deudor tenga dificultades de financiación³. Otro indicador del apalancamiento sería la ratio deuda-capital al valor de mercado (o la deuda más el capital). Los resultados serán diferentes de los obtenidos con la ratio deuda-activos en la medida en que el valor de mercado del capital no sea igual a los activos netos, sino a los activos netos más el patrimonio neto. En particular, el valor de mercado del capital también incluye los activos no reconocidos (como el fondo de comercio no reconocido), entre otras partidas.

Al analizar las ratios de apalancamiento, se debe considerar con atención la consolidación⁴, ya que las medidas de apalancamiento dependerán de si los datos se presentan dentro del sector en base consolidada o no consolidada.

Esto es especialmente importante en el caso de las instituciones financieras, que interactúan entre sí a través de redes complejas de activos financieros, pero también en el de las sociedades no financieras que tienen grandes volúmenes de préstamos intrasectoriales y cuentas pendientes de pago y cobro (véase sección 5)⁵. Por otra parte, habida cuenta de que el capital constituye una parte significativa de los activos de las sociedades no financieras (el 30% en la zona del euro al final de 2010), la falta de consolidación de esta partida también tiende a infravalorar el apalancamiento. El enfoque adoptado en este artículo es el de un análisis no consolidado, en parte debido a las dificultades existentes para conseguir datos, pero también porque este tipo de análisis permite obtener una imagen más completa de los patrones de intermediación (véase sección 5).

1 Por separado, cada deuda es también un activo: la deuda de un agente es el activo de otro. Por tanto, desde una perspectiva de flujos de fondos, el análisis de la acumulación de deuda no puede separarse del de la acumulación de activos (de otros agentes).

2 Las cuentas de la zona del euro aún no incluyen las existencias y el valor del suelo en los activos de las sociedades no financieras.

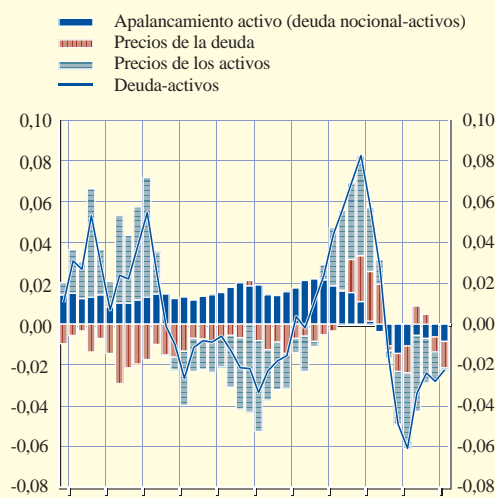
3 No obstante, determinados activos, como los préstamos, o incluso algunos valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, pueden resultar difíciles de vender.

4 En estadística, la consolidación supone únicamente la eliminación de vínculos intrasectoriales (por ejemplo, tenencias, operaciones), y es diferente de la consolidación en contabilidad, ya que esta última también exige definir un perímetro de consolidación.

5 Este problema de consolidación también influye en medidas de endeudamiento más tradicionales, como la deuda en relación con la renta.

Variación de la ratio de apalancamiento de las instituciones financieras

(tasas de variación interanual en logaritmos)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Dado que las cuentas siguen el principio del valor de mercado⁶, con frecuencia la ratio de apalancamiento fluctúa de forma considerable, no solo debido al ahorro neto y a la emisión de acciones (efecto «apalancamiento activo»), sino también como consecuencia de las ganancias de capital (derivadas de los activos y de los pasivos). Para identificar el componente controlado de manera más directa por los agentes y eliminar el exceso de volatilidad, aparte de la ratio de apalancamiento «general», puede resultar de utilidad, desde el punto de vista analítico, seguir la evolución del «apalancamiento nocional», que acumula los flujos del «apalancamiento activo» (que incluye solo las operaciones y excluye las ganancias de capital). A modo de ejemplo, el gráfico presenta una desagregación de la variación interanual del apalancamiento (financiero) general, distinguiendo entre el impacto de las fluctuaciones de los precios y otras causas de variación en el nivel de apalancamiento, en tres componentes: operaciones con activos y pasivos, ganancias de capital en los activos y ganancias de capital en los pasivos. Esta descomposición muestra que la disminución del apalancamiento observada a partir de 2009 (período de «desapalancamiento») es atribuible, fundamentalmente, a las ganancias de capital en los activos y, en menor medida, al desapalancamiento activo (el impacto neto de operaciones, es decir, la emisión de acciones y las ventas de activos para amortizar deuda).

6 Con algunas notables excepciones, como los préstamos, los depósitos y otras cuentas pendientes de pago y cobro.

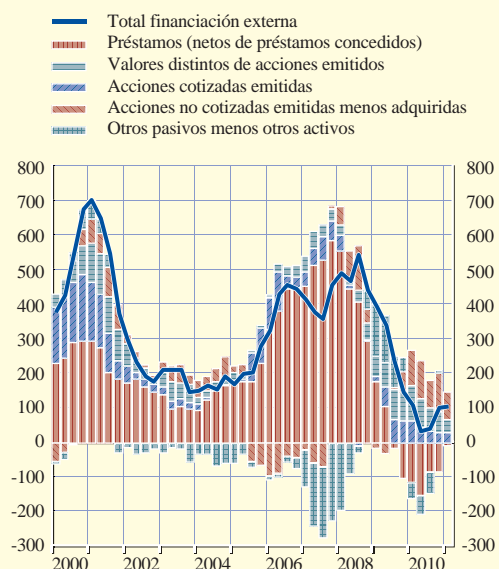
5 CAMBIOS EN LOS PATRONES DE INTERMEDIACIÓN

Las cuentas de la zona del euro facilitan el seguimiento del proceso de desintermediación que se produjo tras la quiebra de Lehman Brothers. En respuesta al endurecimiento de las condiciones de concesión del crédito, en un contexto de presiones para el desapalancamiento de las entidades de crédito, los agentes no financieros captaron menos financiación de estas y de otros intermediarios financieros, obteniéndola más directamente de otras fuentes. Al mismo tiempo, la intermediación de las inversiones financieras a través de entidades de crédito disminuyó.

Aunque, en general, las *sociedades no financieras* de la zona del euro recurren en mayor medida a las entidades de crédito que al mercado para obtener financiación (especialmente en comparación con Estados Unidos), esta tendencia cambió tras la quiebra de Lehman Brothers. El gráfico 23 muestra que la suma de cuatro trimestres de los flujos de financiación externa, que estuvieron dominados por los préstamos de las IFM hasta el final de 2008 (hasta alcanzar un nivel anual de 450 mm de euros), posteriormente se reorientaron hacia la financiación en los mercados²²: los valores distintos de acciones emitidos y el capital captado en forma de acciones cotizadas alcanzaron un máximo de

Gráfico 23 Financiación externa de las sociedades no financieras por fuente de financiación

(sumas móviles de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/pago).

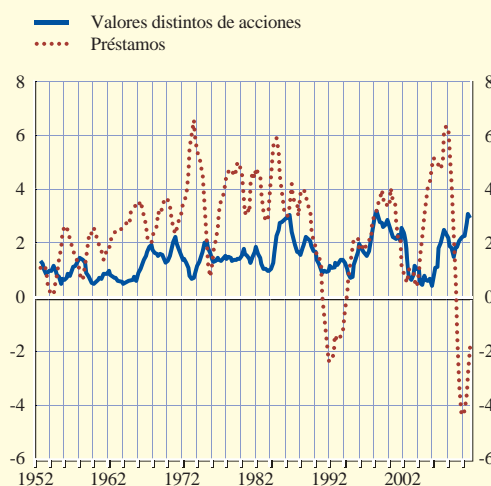
22 Durante el primer año de perturbaciones financieras (es decir, entre agosto de 2007 y agosto de 2008), la financiación en los mercados dejó de proporcionarse temporalmente.

150 mm de euros anuales en 2009-2010, mientras que las sociedades no financieras amortizaron préstamos de las IFM por importe de unos 100 mm de euros al año. Este rápido cambio en los volúmenes de emisión hacia la financiación en los mercados fue ciertamente reseñable, habida cuenta de que el coste de la financiación en los mercados inicialmente aumentó de manera considerable tras la quiebra de Lehman Brothers (antes de disminuir gradualmente en 2009 hasta alcanzar niveles muy reducidos en 2010). Esta evolución contrasta con la de los tipos de interés de los préstamos bancarios (medidos por las estadísticas de los tipos que aplican las IFM), que empezaron a caer con rapidez, siguiendo de cerca los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, junto con la provisión de abundante liquidez por parte del Eurosistema. En principio, esto indicaría mayores restricciones cuantitativas en la financiación bancaria: las entidades de crédito endurecieron sustancialmente los criterios de aprobación del crédito, como se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios, y en su lugar prefirieron gestionar financiación de mercado para sus clientes del sector de sociedades no financieras, que no se registraría como préstamos en sus balances. La evidencia disponible sugiere que, en 2009 y 2010, las medidas no convencionales lograron cumplir el objetivo previsto de preservar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria respaldando las condiciones de financiación de las entidades de crédito, con el fin de mejorar la provisión de crédito al sector privado²³. En Estados Unidos se observó un desplazamiento aún más pronunciado hacia la financiación en los mercados a partir de 2009, como se indica en el gráfico 24, con elevadas emisiones de valores distintos de acciones por parte de las empresas de dicho país, junto con sustanciales amortizaciones netas de préstamos. Una perspectiva de más largo plazo de los flujos de fondos en Estados Unidos pone en evidencia, en términos más generales, que la emisión de valores distintos de acciones tiende a ser considerablemente menos volátil que la financiación bancaria, ya que esta última tiene un acusado carácter cíclico.

Aparte del dinamismo observado en la financiación en los mercados, la financiación intrasectorial²⁴ también desempeñó un papel amortiguador crucial,

Gráfico 24 Financiación mediante préstamos y valores distintos de acciones de las sociedades no financieras de Estados Unidos

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentaje del PIB)



Fuentes: Comité de Gobernadores de la Reserva Federal (cuentas de flujos de fondos de Estados Unidos, y cálculos del BCE).

especialmente porque permitió que empresas más pequeñas (que no pueden acudir a los mercados de capitales) obtuvieran la financiación necesaria. El gráfico 25 muestra que los préstamos²⁵ concedidos por las sociedades no financieras (principalmente, a otras empresas) se incrementaron en 2007 —alcanzando un nivel considerable, 400 mm de euros al año— y se mantuvieron en niveles bastante elevados durante la recesión, aunque disminuyeron. Esto corresponde, en su mayor parte, a la financiación intragrupo: las empresas de menor tamaño con dificultades para conseguir financiación bancaria empezaron a recurrir a sus matrices, que tenían menos limitaciones o mayores facilidades para acceder a los citados mercados de capitales. No obstante, la evidencia empírica adicional confirma que las empresas proporcionaron ocasionalmente financiación mediante préstamos directos con el fin de ayudar a proveedores con fuertes restricciones de crédito, incluso si no pertenecían al

23 Véase el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

24 Los datos sobre financiación intrasectorial solo están disponibles en las cuentas de la zona del euro.

25 La diferencia entre el crédito comercial y los préstamos radica en que el crédito comercial está asociado al suministro de bienes y servicios, mientras que los préstamos incluyen los períodos de pago vinculados a otras operaciones que no sean la adquisición de bienes y servicios.

grupo (por ejemplo, en el sector de automoción). Además, aunque los flujos de crédito comercial tienden a moverse en sincronía con la tasa de crecimiento del valor añadido de las sociedades no financieras, en los momentos de actividad económica más baja, el saldo de crédito comercial se redujo mucho menos de lo que podría sugerir la caída de la actividad²⁶. En consecuencia, el período medio de pago aumentó de manera significativa. Más recientemente han aparecido señales de reintermediación, ya que los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras se recuperaron (pasando a ser positivos en el primer trimestre de 2011), mientras que se observó una moderación de la financiación en los mercados, que hasta entonces había sido considerable, y una pujante actividad crediticia dentro del sector.

También se observaron señales paralelas, y hasta cierto punto simétricas, de desintermediación en el comportamiento inversor de los hogares. Tras una reasignación inicial de carteras que favoreció a los activos financieros seguros y líquidos incluidos en

M3 en el período 2007-2008 y abundantes ventas de valores, a partir de 2009 este sector empezó a reestructurar sus carteras (véase gráfico 26). En respuesta a las expectativas de rentabilidad de diversos instrumentos y, en particular, a la acusada caída de la remuneración de los depósitos, posteriormente reanudaron sus adquisiciones de participaciones en fondos de inversión y de acciones cotizadas, al tiempo que se apartaban de los activos monetarios de baja rentabilidad. También reanudaron las compras de seguros de vida y fondos de pensiones²⁷.

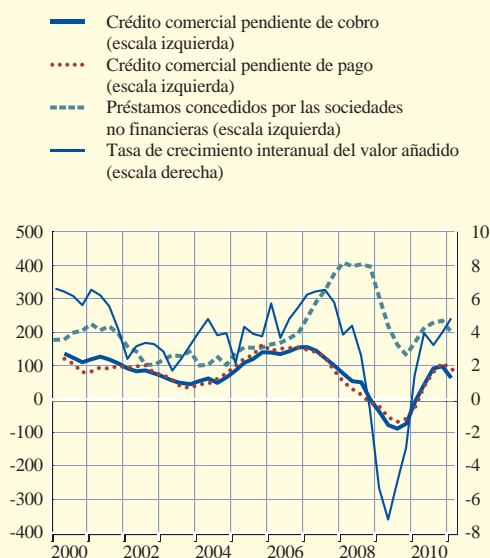
En los momentos de mayor intensidad de las turbulencias financieras, es decir, a finales de 2008, en un entorno de dificultades en los mercados inter-

26 El crédito comercial no debe confundirse con la financiación comercial, en la que participa otra institución financiera e incluiría el descuento de efectos comerciales, *factoring*, cartas de crédito, seguros de crédito, seguros de exportación, etc. Tras la quiebra de Lehman Brothers, la financiación comercial se vio seriamente afectada.

27 Para conocer un análisis a más largo plazo por países, véase F. Ramb y M. Scharnagl, «Household's portfolio structure in Germany – analysis of financial accounts data 1959-2009», *Working Paper Series*, n.º 1355, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.

Gráfico 25 Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y crédito comercial pendiente de cobro y de pago

(sumas móviles de cuatro trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: El crédito comercial pendiente de cobro y de pago ha sido estimado por el BCE a partir de información parcial.

Gráfico 26 Inversión financiera de los hogares

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

bancarios, las *Administraciones Públicas* también proporcionaron amplio apoyo a sus sectores bancarios a través de adquisiciones de acciones y participaciones y de bonos de las entidades de crédito, de la concesión de préstamos o, en ocasiones, mediante la constitución de depósitos por importes elevados en las entidades de crédito²⁸ (véase gráfico 27). De este modo, desde la perspectiva de los flujos de fondos, los Gobiernos asumieron temporalmente una función de intermediación que les indujo a emitir volúmenes de deuda pública muy superiores a lo que correspondería por sus déficits. La búsqueda general de activos seguros en el mercado de deuda pública observada a finales de 2008 supuso que, inicialmente, los Gobiernos no tuvieran dificultades para financiar esas necesidades de endeudamiento excepcionalmente elevadas. Por último, las entidades de crédito (junto con los no residentes) empezaron a convertirse en importantes compradores de estos instrumentos, aprovechando las oportunidades de arbitraje de tipos de interés en la curva de rendimientos con activos que en esos momentos se percibían como bastante seguros y como parte de

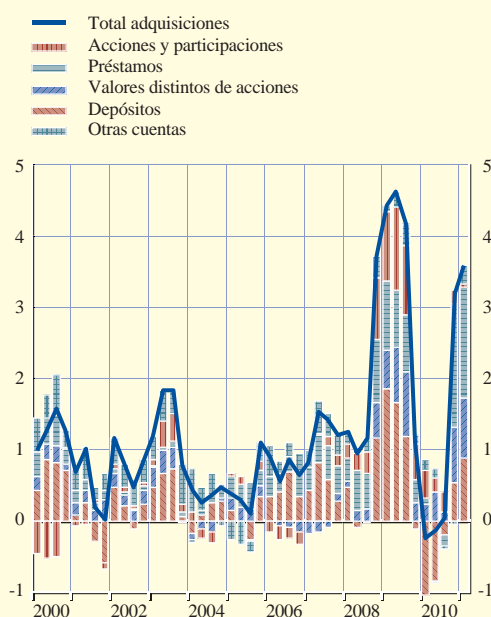
un proceso de desapalancamiento y de reducción de riesgos (en un contexto en el que la regulación tiende a asignar una ponderación nula o reducida a los pasivos públicos en el cálculo de los ratios de solvencia). Sin embargo, esto les expuso a tensiones adicionales, ya que en una fase posterior de la crisis surgieron temores sobre la sostenibilidad de la deuda (véanse secciones 3 y 4).

6 CONCLUSIONES

La utilización de las cuentas sectoriales de la zona del euro, junto con los correspondientes datos por países, permite realizar un análisis detallado de los flujos de ingresos y gasto y de la evolución de los balances, y facilita la identificación de desequilibrios emergentes, desde las perspectivas sectorial y geográfica. En los años anteriores a la crisis financiera aumentaron los desequilibrios en los distintos sectores privados de algunos de los países de la zona del euro, creando una dicotomía entre aquellos que estaban generando superávits en dichos sectores y los que registraban déficits. Durante este período, muchos Gobiernos no lograron alcanzar un superávit suficiente para amortiguar el efecto de una posible desaceleración cíclica. Al mismo tiempo, en un contexto de crecimiento económico, los desequilibrios del sector privado se incrementaron. Cuando la crisis financiera estalló inicialmente en Estados Unidos, extendiéndose a la economía mundial, y la zona del euro entró en recesión, los déficits del sector privado fueron reemplazados, en su mayor parte, por déficits públicos. Actualmente existe un amplio consenso de que la financiación mediante deuda del sector privado debe ser objeto de seguimiento, al igual que los déficits excesivos del sector público²⁹.

Gráfico 27 Adquisición de activos financieros por las Administraciones Públicas de la zona del euro

(sumas móviles de cuatro trimestres; en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat y BCE.

28 Los Gobiernos también prestaron apoyo al sistema financiero ampliando las garantías de los pasivos de los intermediarios. Al ser pasivos contingentes, estas garantías no aparecen en el balance del sector público.

29 La iniciativa del G 20 relacionada con los *Indicadores económicos y financieros para la supervisión multilateral*, así como la iniciativa de la UE destinada a corregir los «desequilibrios macroeconómicos excesivos» (COM(2010) 525), aconseja la utilización de las cuentas por sectores para obtener medidas detalladas de la financiación mediante deuda. En relación con una agenda estadística más amplia posterior a la crisis, véase también el informe del FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera presentado a los ministros de Finanzas y a los gobernadores de los bancos centrales del G 20 de octubre de 2009. <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>.

Además, la acumulación de deuda durante la fase de auge (2005-2007) no fue acompañada por un incremento similar de capital, como confirmaron las crecientes tendencias subyacentes de apalancamiento. Esta dinámica fue especialmente pronunciada en el sector de instituciones financieras, en el que las actividades de intermediación se apartaron progresivamente del sector bancario regulado y se orientaron hacia otros intermediarios con requerimientos de capital menos estrictos (principalmente, a través de prácticas como la titulización, lo que provocó una ampliación de las cadenas de intermediación). El elevado apalancamiento, que quedó encubierto por el dinamismo de los precios de los activos en ese período, hizo que las instituciones financieras se tornaran vulnerables a ulteriores cambios de sentido de estos precios. Cuando este cambio de sentido se materializó a partir de mediados de 2007, y de manera más drástica tras la quiebra de Lehman Brothers,

las instituciones financieras experimentaron un fuerte incremento de sus niveles de apalancamiento y reducciones de capital con respecto a las exigencias regulatorias, lo que dio lugar a agudas presiones para acometer procesos de desapalancamiento.

A raíz de la crisis pudo observarse un cambio en los patrones de intermediación financiera, ya que los agentes reaccionaron al endurecimiento de las condiciones aplicadas para la concesión de créditos, y las sociedades no financieras aumentaron su recurso a la financiación en los mercados y a la financiación entre empresas relacionadas (incluidos créditos comerciales). Al mismo tiempo, los inversores, a la búsqueda de rendimientos, se inclinaron menos por los activos monetarios y más por activos de mayor rentabilidad. Queda por ver si este patrón se invertirá en el futuro o si será un legado más duradero de la crisis financiera.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

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

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

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

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

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

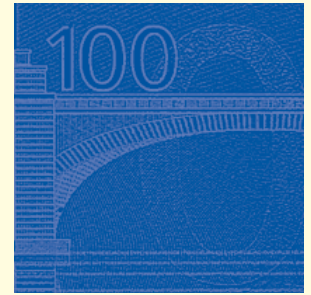
En las Notas Generales, puede encontrarse más información sobre las composiciones por países, pasadas y presentes, de la zona del euro.

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,7	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	3,8	0,81	3,36
2010 IV	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 I	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,2	1,10	3,66
II	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,7	1,42	3,41
III	.	.	.	-	.	.	1,56	2,48
2011 Abr	1,6	2,4	1,9	2,1	2,6	1,7	1,32	3,55
May	1,2	2,4	2,3	2,1	2,7	1,5	1,43	3,37
Jun	1,3	2,3	1,9	2,1	2,5	2,1	1,49	3,41
Jul	1,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,5	1,60	3,06
Ago	1,7	2,4	2,8	.	2,6	.	1,55	2,76
Sep	.	.	.	.	.	.	1,54	2,48

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

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	0,3	-5,1	2,7	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,6	1,8	7,5	76,9	-0,5	10,1
2010 IV	2,0	4,8	1,7	1,9	8,1	79,1	0,2	10,1
2011 I	2,5	6,5	2,7	2,4	6,5	80,9	0,3	10,0
II	2,8	6,3	3,6	1,6	4,1	81,3	0,5	10,0
2011 Ene	2,3	5,9	-	-	6,2	80,2	-	10,0
Feb	2,4	6,6	-	-	7,8	-	-	10,0
Mar	2,7	6,8	-	-	5,7	-	-	9,9
Abr	2,8	6,8	-	-	5,2	81,6	-	9,9
May	2,7	6,2	-	-	4,3	-	-	10,0
Jun	2,7	5,9	-	-	2,7	-	-	10,0

3. Estadísticas del sector exterior

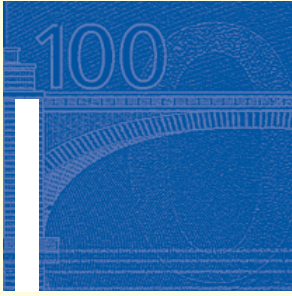
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unídense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-19,1	37,5	161,3	462,4	-16,4	116,5	111,7	110,6	1,3948
2010	-33,8	19,5	88,6	591,2	-12,9	118,9	104,6	103,0	1,3257
2010 IV	3,6	6,4	92,8	591,2	-12,9	118,9	104,4	102,4	1,3583
2011 I	-27,9	-12,5	121,8	576,6	-13,2	116,8	103,7	101,5	1,3680
II	-27,4	-1,6	161,4	580,9	.	.	106,4	104,2	1,4391
III	.	.	.	.	.	.	104,6	102,1	1,4127
2011 Abr	-6,4	-3,5	20,0	571,7	.	.	107,0	104,9	1,4442
May	-18,2	1,0	51,9	592,7	.	.	106,0	103,8	1,4349
Jun	-2,7	0,9	89,4	580,9	.	.	106,1	104,0	1,4388
Jul	-2,7	3,3	-16,0	621,6	.	.	105,2	102,7	1,4264
Ago	.	.	.	656,4	.	.	104,9	102,3	1,4343
Sep	.	.	.	.	.	.	103,8	101,1	1,3770

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

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	9 septiembre 2011	16 septiembre 2011	23 septiembre 2011	30 septiembre 2011
Oro y derechos en oro	363.249	363.249	363.249	420.005
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	214.335	213.907	213.018	226.522
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	29.084	29.754	31.572	35.327
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	19.778	20.846	20.637	19.694
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	507.519	534.638	571.294	588.786
Operaciones principales de financiación	115.408	163.768	201.149	208.349
Operaciones de financiación a plazo más largo	392.055	369.636	369.636	378.935
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	20	1.215	475	1.414
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	36	19	34	88
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	48.024	52.229	50.153	52.322
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	539.218	547.128	552.123	556.662
Valores mantenidos con fines de política monetaria	202.424	212.022	215.905	219.941
Otros valores	336.794	335.106	336.218	336.721
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	33.944	33.949	33.949	33.965
Otros activos	331.212	339.021	344.081	355.289
Total activo	2.086.364	2.134.721	2.180.075	2.288.571

2. Pasivo

	9 septiembre 2011	16 septiembre 2011	23 septiembre 2011	30 septiembre 2011
Billetes en circulación	853.226	852.676	852.490	857.372
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	455.280	506.203	530.030	563.015
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	139.261	241.536	223.526	204.871
Facilidad de depósito	181.788	111.514	150.651	199.639
Depósitos a plazo	129.000	143.000	152.500	156.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	5.232	10.153	3.353	2.004
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	3.556	3.721	4.562	3.298
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	54.315	48.979	64.405	59.740
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	46.993	52.109	56.347	50.036
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	2.445	2.056	2.330	2.476
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	11.941	11.526	12.249	13.802
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	52.170	52.170	52.170	54.486
Otros pasivos	208.299	207.142	207.352	219.590
Cuentas de revalorización	316.657	316.657	316.657	383.276
Capital y reservas	81.481	81.481	81.481	81.481
Total pasivo	2.086.364	2.134.721	2.180.075	2.288.571

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			
		Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Variación	Nivel	Nivel	Variación	Nivel	Variación
		Nivel	Variación							Nivel	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	

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2011 22 Jun	186.942	353	186.942	1,25	-	-	-	7
29	141.461	232	141.461	1,25	-	-	-	7
6 Jul	120.024	185	120.024	1,25	-	-	-	7
13	153.597	230	153.597	1,50	-	-	-	7
20	197.070	291	197.070	1,50	-	-	-	7
27	164.200	193	164.200	1,50	-	-	-	7
3 Ago	172.021	168	172.021	1,50	-	-	-	7
10	157.073	153	157.073	1,50	-	-	-	7
17	147.689	139	147.689	1,50	-	-	-	7
24	133.674	133	133.674	1,50	-	-	-	7
31	121.669	135	121.669	1,50	-	-	-	7
7 Sep	115.408	126	115.408	1,50	-	-	-	7
14	163.768	142	163.768	1,50	-	-	-	7
21	201.149	153	201.149	1,50	-	-	-	7
28	208.349	159	208.349	1,50	-	-	-	7
5 Oct	198.881	166	198.881	1,50	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2011 28 Abr ⁵⁾	63.411	177	63.411	1,29	-	-	-	91
11 May	80.653	60	80.653	1,25	-	-	-	35
26 ⁵⁾	48.131	182	48.131	1,38	-	-	-	98
15 Jun	69.403	60	69.403	1,25	-	-	-	28
30 ⁵⁾	132.219	265	132.219	1,46	-	-	-	91
13 Jul	67.748	57	67.748	1,50	-	-	-	28
28 ⁵⁾	84.977	165	84.977	.	-	-	-	91
10 Ago	75.751	39	75.751	1,50	-	-	-	35
11 ⁵⁾	49.752	114	49.752	.	-	-	-	203
1 Sep ⁵⁾	49.356	128	49.356	.	-	-	-	91
14	54.222	37	54.222	1,50	-	-	-	28
29 ⁵⁾	140.628	214	140.628	.	-	-	-	84

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾		Tipo medio ponderado
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2011 13 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	91.891	64	74.000	-	-	1,50	1,46	1,39	7
20	Captación de depósitos a plazo fijo	86.144	63	74.000	-	-	1,50	1,40	1,31	7
27	Captación de depósitos a plazo fijo	93.188	69	74.000	-	-	1,50	1,16	1,09	7
3 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	86.770	68	74.000	-	-	1,50	0,99	0,92	7
9	Captación de depósitos a plazo fijo	145.149	121	145.149	-	-	1,50	1,30	1,27	1
10	Captación de depósitos a plazo fijo	95.431	65	74.000	-	-	1,50	1,14	1,01	7
17	Captación de depósitos a plazo fijo	123.165	78	96.000	-	-	1,50	1,20	0,96	7
24	Captación de depósitos a plazo fijo	132.874	91	110.500	-	-	1,50	1,15	1,03	7
31	Captación de depósitos a plazo fijo	152.913	98	115.500	-	-	1,50	1,14	1,02	7
7 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	173.575	100	129.000	-	-	1,50	1,05	1,00	7
13	Captación de depósitos a plazo fijo	167.763	130	166.963	-	-	1,50	1,30	1,27	1
14	Captación de depósitos a plazo fijo	187.685	104	143.000	-	-	1,50	1,06	1,01	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	203.366	109	152.500	-	-	1,50	1,05	0,99	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	202.875	103	156.500	-	-	1,50	1,15	1,05	7
5 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	240.553	100	160.500	-	-	1,50	1,02	0,96	7

Fuente: BCE.

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

1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez

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

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

Pasivos computables en: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011 Mar	18.872,4	9.700,2	671,9	2.737,5	1.399,8	4.363,0
Abr	18.988,1	9.749,5	662,8	2.744,0	1.475,2	4.356,6
May	19.175,7	9.787,9	677,0	2.764,2	1.538,4	4.408,3
Jun	19.039,4	9.730,8	643,5	2.777,9	1.491,7	4.395,4
Jul	19.046,3	9.695,1	635,0	2.777,7	1.502,7	4.435,8

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011 10 May	208,3	209,5	1,2	0,0	1,25
14 Jun	206,9	209,0	2,0	0,0	1,25
12 Jul	207,7	210,9	3,1	0,0	1,25
9 Ago	208,8	211,5	2,7	0,0	1,50
13 Sep	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11 Oct	206,1	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011 12 Abr	544,1	97,3	335,4	0,8	137,6	23,0	79,5	824,4	73,1	-95,2	210,5	1.057,9
10 May	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1.066,1
14 Jun	526,8	114,7	317,9	0,0	135,5	18,4	76,2	836,6	62,6	-107,9	209,0	1.064,0
12 Jul	533,6	146,0	311,6	0,2	134,2	29,5	76,9	846,2	73,4	-111,2	210,9	1.086,6
9 Ago	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1.122,4
13 Sep	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1.184,5

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

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

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2009	2.829,9	1.475,5	19,5	0,7	1.455,3	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	321,0
2010	3.212,4	1.537,4	18,6	0,9	1.517,8	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,3	8,5	389,8
2011 I	3.038,5	1.347,1	18,5	1,0	1.327,6	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,4	8,5	412,2
II	3.132,7	1.415,7	17,8	1,0	1.396,9	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	405,6
2011 May	3.134,2	1.415,7	18,2	1,0	1.396,5	588,4	472,5	9,8	106,0	-	19,5	696,0	8,6	406,1
Jun	3.132,7	1.415,7	17,8	1,0	1.396,9	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	405,6
Jul	3.245,0	1.519,1	17,8	1,0	1.500,4	578,0	464,8	10,2	103,0	-	19,0	727,8	8,7	392,4
Ago ^(p)	3.551,1	1.714,1	17,8	1,0	1.695,4	628,8	514,8	10,4	103,5	-	18,2	776,9	8,7	404,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2009	31.144,3	17.701,6	1.001,7	10.783,9	5.916,1	5.060,0	1.482,1	1.498,0	2.079,9	85,1	1.236,1	4.252,4	220,7	2.588,3
2010	32.199,8	17.763,0	1.221,8	11.026,1	5.515,2	4.938,6	1.524,1	1.528,7	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,3
2011 I	31.564,3	17.793,6	1.188,8	11.116,0	5.488,8	4.704,2	1.412,9	1.492,9	1.798,3	64,5	1.202,9	4.277,0	227,4	3.294,8
II	31.742,3	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,0	1.457,7	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,6	4.282,9	228,9	3.333,0
2011 May	32.103,9	17.904,9	1.155,9	11.201,2	5.547,8	4.713,3	1.430,3	1.496,9	1.786,2	65,1	1.256,3	4.436,9	229,0	3.498,4
Jun	31.742,3	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,0	1.457,7	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,6	4.282,9	228,9	3.333,0
Jul	32.154,2	18.001,3	1.157,3	11.240,1	5.603,9	4.665,2	1.437,6	1.477,7	1.750,0	61,0	1.248,4	4.297,4	229,5	3.651,4
Ago ^(p)	32.782,0	18.148,3	1.144,8	11.241,5	5.762,0	4.653,5	1.425,8	1.458,3	1.769,4	62,2	1.231,5	4.328,2	229,5	4.128,8

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2009	2.829,9	829,3	1.192,0	102,6	22,1	1.067,4	-	0,1	319,8	140,2	348,5
2010	3.212,4	863,7	1.394,4	68,0	8,7	1.317,7	-	0,0	428,5	153,8	372,1
2011 I	3.038,5	848,4	1.264,5	60,8	8,9	1.194,9	-	0,0	402,3	155,0	368,3
II	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
2011 May	3.134,2	862,4	1.313,9	65,4	10,4	1.238,1	-	0,0	423,8	158,4	375,6
Jun	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
Jul	3.245,0	880,4	1.364,1	86,0	8,2	1.269,9	-	0,0	445,0	174,0	381,4
Ago ^(p)	3.551,1	874,5	1.616,6	69,5	8,7	1.538,4	-	0,0	493,7	176,4	389,9
IFM, excluido el Eurosistema											
2009	31.144,3	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,5
2010	32.199,8	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,0	4.220,3	3.979,4
2011 I	31.564,3	-	16.457,4	235,8	10.528,2	5.693,4	632,8	4.873,1	2.079,4	4.018,8	3.502,9
II	31.742,3	-	16.614,0	266,4	10.654,7	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,1	3.973,5	3.487,1
2011 May	32.103,9	-	16.581,2	222,0	10.643,9	5.715,3	631,8	4.899,5	2.121,9	4.191,8	3.677,6
Jun	31.742,3	-	16.614,0	266,4	10.654,7	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,1	3.973,5	3.487,1
Jul	32.154,2	-	16.707,3	230,2	10.648,2	5.829,0	599,8	4.893,6	2.190,9	3.970,4	3.792,2
Ago ^(p)	32.782,0	-	16.820,2	186,6	10.713,4	5.920,2	619,2	4.908,9	2.194,8	3.979,7	4.259,3

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	23.862,5	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,2	229,1	2.850,0
2010	25.826,0	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,7	232,0	3.993,0
2011 I	25.327,7	12.324,3	1.207,3	11.117,0	3.384,2	1.881,4	1.502,7	779,0	4.947,4	235,9	3.657,0
II	25.490,7	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.409,5	1.926,6	1.483,0	788,8	4.971,3	237,6	3.686,7
2011 May	25.808,8	12.376,3	1.174,2	11.202,1	3.409,5	1.902,8	1.506,7	800,0	5.132,9	237,6	3.852,5
Jun	25.490,7	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.409,5	1.926,6	1.483,0	788,8	4.971,3	237,6	3.686,7
Jul	25.843,3	12.416,1	1.175,1	11.241,1	3.390,3	1.902,4	1.487,9	782,0	5.025,1	238,2	3.991,6
Ago ^(p)	26.405,1	12.405,1	1.162,6	11.242,4	3.409,3	1.940,6	1.468,7	765,3	5.105,1	238,2	4.482,1
Operaciones											
2009	-644,8	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,8	7,8	-581,9
2010	600,3	413,0	206,4	206,6	143,9	145,8	-2,0	5,7	-110,0	2,4	145,2
2011 I	-278,4	39,0	-28,3	67,3	-11,0	19,2	-30,1	7,6	81,8	0,9	-396,7
II	191,4	68,0	-37,2	105,2	28,6	49,6	-21,0	14,7	35,6	1,9	42,6
2011 May	229,1	17,1	-23,3	40,4	7,1	10,2	-3,1	-18,4	83,2	1,3	138,9
Jun	-275,6	24,8	-3,4	28,2	5,4	28,3	-22,9	-7,7	-130,3	0,0	-167,7
Jul	304,9	8,1	4,2	3,9	-8,2	-14,1	5,9	-1,8	-28,6	0,7	334,7
Ago ^(p)	551,4	-3,0	-14,1	11,1	12,6	28,2	-15,7	-8,6	62,4	0,0	488,1

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2009	23.862,5	769,9	248,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.362,9	-22,5
2010	25.826,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,2	4.374,1	4.351,5	59,7
2011 I	25.327,7	798,3	296,6	10.537,1	568,2	2.972,3	2.038,3	4.173,8	3.871,2	71,9
II	25.490,7	819,7	339,0	10.666,0	548,1	3.022,6	2.085,1	4.131,0	3.858,5	21,0
2011 May	25.808,8	810,4	287,4	10.654,3	566,7	3.007,4	2.070,0	4.350,2	4.053,2	9,1
Jun	25.490,7	819,7	339,0	10.666,0	548,1	3.022,6	2.085,1	4.131,0	3.858,5	21,0
Jul	25.843,3	828,2	316,2	10.656,4	538,9	3.040,7	2.150,4	4.144,4	4.173,6	-5,4
Ago ^(p)	26.405,1	823,4	256,1	10.722,1	557,0	3.036,0	2.204,0	4.156,1	4.649,2	1,2
Operaciones										
2009	-644,8	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,1	-590,3	-505,5	47,4
2010	600,3	38,6	12,8	331,5	-98,2	42,5	113,0	-27,4	132,7	54,8
2011 I	-278,4	-10,1	36,2	-20,0	-4,5	80,0	12,7	-48,0	-344,6	19,8
II	191,4	21,3	42,6	121,3	-19,7	34,4	45,4	-20,3	-1,9	-31,9
2011 May	229,1	5,0	-17,0	27,7	-3,5	3,8	12,0	73,3	148,8	-21,0
Jun	-275,6	9,2	51,6	13,3	-18,4	17,8	32,7	-200,7	-193,1	12,0
Jul	304,9	8,5	-22,7	-14,0	-6,8	-0,5	41,5	-22,1	306,2	14,8
Ago ^(p)	551,4	-4,8	-60,2	69,1	18,3	4,0	10,5	36,8	471,1	6,5

Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

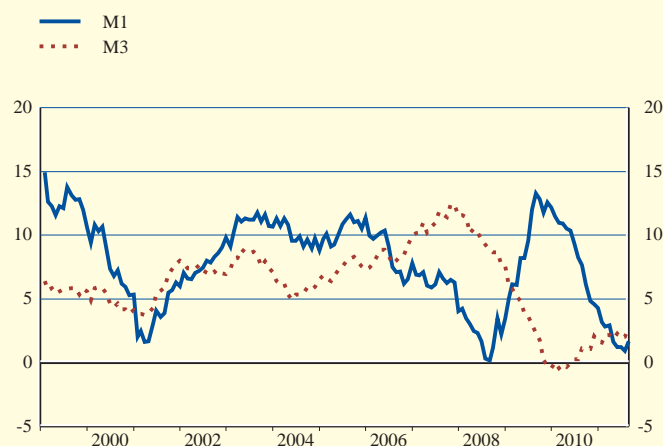
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							1	2		3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2009	4.495,7	3.701,6	8.197,3	1.134,1	9.331,4	-	6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,2
2010	4.694,8	3.700,0	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,3	3.270,3	13.365,1	11.033,5	-	615,3
2011 I	4.709,7	3.743,7	8.453,4	1.132,3	9.585,6	-	7.449,3	3.092,2	13.422,3	11.129,1	-	784,1
II	4.715,7	3.782,4	8.498,1	1.163,4	9.661,5	-	7.543,7	3.061,4	13.466,1	11.195,1	-	840,9
2011 May	4.702,0	3.786,4	8.488,3	1.171,5	9.659,9	-	7.546,0	3.068,3	13.487,3	11.197,2	-	813,4
Jun	4.715,7	3.782,4	8.498,1	1.163,4	9.661,5	-	7.543,7	3.061,4	13.466,1	11.195,1	-	840,9
Jul	4.730,1	3.793,7	8.523,8	1.164,7	9.688,5	-	7.619,3	3.064,2	13.494,3	11.216,3	-	889,2
Ago ^(p)	4.779,5	3.804,0	8.583,6	1.218,5	9.802,1	-	7.693,4	3.108,4	13.511,6	11.263,2	-	948,6
Operaciones												
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,4	-39,6	-	422,7	307,6	90,1	-14,7	31,2	125,1
2010	194,1	-12,2	181,9	-24,1	157,9	-	265,6	356,4	207,0	204,9	261,8	-82,6
2011 I	14,6	40,4	55,0	-14,0	41,0	-	80,9	-48,4	68,7	72,9	43,7	158,5
II	9,2	31,9	41,1	13,8	54,9	-	91,0	-26,7	43,2	61,8	69,1	46,1
2011 May	1,1	25,5	26,7	24,1	50,8	-	24,6	-10,3	30,7	32,1	34,8	15,5
Jun	14,5	-3,6	10,9	-8,3	2,6	-	18,9	-2,2	-12,9	1,9	2,7	40,3
Jul	11,9	9,7	21,7	5,4	27,1	-	31,2	12,5	23,5	10,3	21,5	1,3
Ago ^(p)	51,0	11,2	62,2	54,3	116,5	-	40,3	32,6	38,7	56,7	58,6	16,7
Tasas de crecimiento												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,1
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,6	1,9	2,4	-82,6
2011 I	2,9	2,3	2,6	-1,0	2,2	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	74,2
II	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,9	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2
2011 May	1,2	3,9	2,4	1,5	2,3	2,1	4,4	5,7	2,6	2,7	3,0	55,2
Jun	1,3	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,9	4,7	2,2	2,5	2,8	137,2
Jul	1,0	3,7	2,2	1,2	2,1	2,3	4,6	4,9	2,0	2,4	2,6	166,0
Ago ^(p)	1,7	3,3	2,4	5,4	2,8	.	4,8	5,3	1,8	2,6	2,8	189,9

G1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

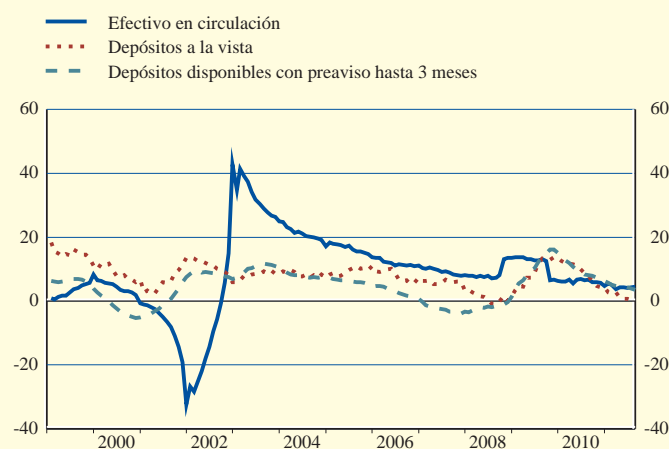
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009	757,5	3.738,1	1.896,8	1.804,8	334,3	668,1	131,8	2.635,4	132,5	2.207,9	1.787,2
2010	793,6	3.901,2	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,3
2011 I	802,7	3.907,0	1.821,6	1.922,1	410,2	568,5	153,6	2.815,7	119,7	2.472,9	2.041,0
II	815,4	3.900,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,2	119,7	2.494,2	2.084,6
2011 May	812,5	3.889,4	1.852,4	1.933,9	457,3	556,1	158,1	2.842,3	119,6	2.493,1	2.091,0
Jun	815,4	3.900,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,2	119,7	2.494,2	2.084,6
Jul	816,3	3.913,8	1.849,6	1.944,1	455,7	535,1	174,0	2.855,3	120,0	2.496,3	2.147,7
Ago ^(p)	825,4	3.954,1	1.850,4	1.953,6	500,4	546,3	171,9	2.857,1	119,9	2.510,4	2.206,0
Operaciones											
2009	44,3	444,4	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,1
2010	36,0	158,1	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,9	-14,1	108,2	109,6
2011 I	9,2	5,4	35,6	4,9	-12,3	-22,2	20,4	40,2	1,4	7,2	32,2
II	12,7	-3,6	18,2	13,8	31,4	-17,5	-0,1	31,8	0,0	17,1	42,1
2011 May	10,0	-8,9	14,9	10,7	39,0	-7,5	-7,3	5,8	-0,2	0,9	18,0
Jun	2,9	11,6	-7,4	3,8	-16,1	-5,3	13,0	5,9	0,2	1,6	11,2
Jul	0,9	11,0	3,5	6,3	19,1	-13,1	-0,6	-5,5	0,3	-2,9	39,3
Ago ^(p)	9,1	41,9	1,6	9,6	44,9	11,4	-2,0	10,3	-0,1	14,9	15,2
Tasas de crecimiento											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	8,7
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2011 I	3,7	2,8	-0,2	4,8	20,8	-13,1	-0,8	2,7	-9,3	3,9	6,7
II	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	6,3
2011 May	4,3	0,6	3,1	4,6	29,7	-13,0	-5,1	3,7	-7,9	4,1	6,4
Jun	4,1	0,7	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,4	4,7	-6,3	4,5	6,3
Jul	4,3	0,3	3,5	3,9	20,1	-12,2	7,0	4,4	-4,6	3,1	7,5
Ago ^(p)	4,5	1,1	3,0	3,5	31,7	-11,1	6,3	4,7	-3,9	3,0	7,6

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

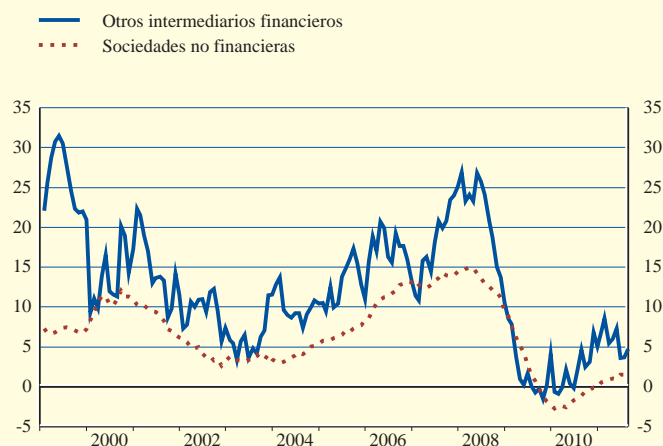
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares ³⁾					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
2009	89,0	1.060,7	4.690,9	-	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3
2010	95,0	1.112,0	4.667,2	-	1.127,3	899,0	2.640,9	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 I	87,8	1.108,9	4.704,8	-	1.146,9	883,4	2.674,5	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,5
II	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,7	833,2
2011 May	87,5	1.142,4	4.713,6	-	1.152,8	879,7	2.681,1	5.253,7	-	636,2	3.786,5	831,0
Jun	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,7	833,2
Jul	91,0	1.140,9	4.732,7	-	1.168,3	865,9	2.698,5	5.251,7	-	626,4	3.790,7	834,5
Ago ⁶⁾	99,1	1.163,7	4.737,7	-	1.168,4	867,9	2.701,4	5.262,7	-	630,1	3.796,5	836,0
Operaciones												
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	52,9	-2,2	45,6	-37,0	-26,2	61,0	147,1	155,8	-7,6	133,7	21,0
2011 I	-3,1	-21,0	37,4	37,2	20,1	-2,9	20,3	59,6	30,5	-1,2	59,0	1,8
II	1,0	3,5	30,2	32,8	30,9	-17,2	16,5	27,0	31,0	-7,1	25,5	8,6
2011 May	1,5	8,9	10,0	10,8	3,8	2,6	3,6	11,7	13,2	-1,8	8,7	4,8
Jun	1,3	-24,8	22,7	23,4	23,9	-11,3	10,1	2,7	2,8	-6,1	6,0	2,8
Jul	2,1	19,4	-4,2	-3,5	-9,2	-2,0	7,0	-7,1	3,5	-3,2	-4,7	0,8
Ago ⁶⁾	8,1	22,4	12,6	12,7	1,6	4,4	6,5	13,6	15,4	3,2	7,1	3,3
Tasas de crecimiento												
2009	-13,2	4,2	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	4,9	0,0	1,0	-3,1	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 I	5,7	5,6	0,9	1,8	0,0	-2,3	2,4	3,4	3,0	-0,9	4,5	2,0
II	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
2011 May	3,0	7,3	1,0	1,8	1,3	-2,6	2,1	3,4	3,1	-0,8	4,4	2,1
Jun	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
Jul	3,8	3,6	1,6	2,2	4,1	-3,5	2,2	3,0	2,7	-2,0	3,9	2,6
Ago ⁶⁾	9,8	4,6	1,6	2,2	4,0	-3,1	2,2	3,0	2,7	-1,6	3,9	2,6

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

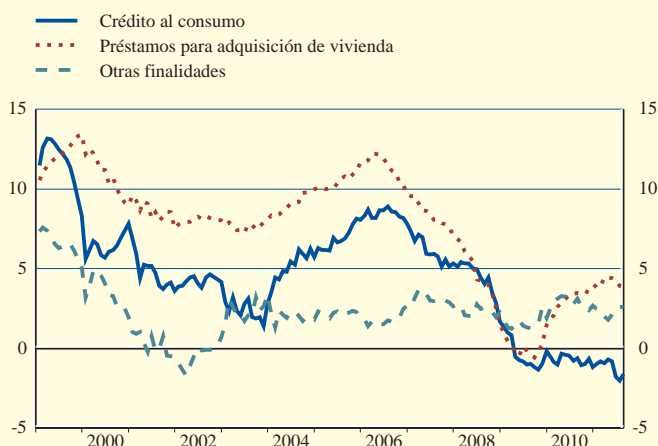
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye los fondos de inversión.

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

G6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6 Adquisiciones a entidades de contrapartida central	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.667,2	1.120,6	898,6	2.648,0
2011 I	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,7	137,6	581,4	208,6	317,7	4.703,8	1.147,8	883,5	2.672,5
II	91,1	71,2	5,6	14,2	1.131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4.740,6	1.185,0	868,6	2.687,0
2011 Jun	91,1	71,2	5,6	14,2	1.131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4.740,6	1.185,0	868,6	2.687,0
Jul	93,7	73,7	5,8	14,2	1.143,1	159,2	609,6	204,6	328,9	4.743,5	1.174,2	867,6	2.701,7
Ago ^(p)	99,7	80,1	5,3	14,2	1.154,9	174,9	618,8	206,5	329,6	4.723,9	1.156,3	867,0	2.700,7
Operaciones													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,4	-	17,8	7,1	29,5	-2,5	-37,2	-26,2	60,9
2011 I	4,7	5,0	0,6	-0,9	-14,7	-5,4	-5,6	-11,2	2,1	36,5	27,7	-2,4	11,2
II	4,2	4,6	-0,1	-0,3	17,5	15,6	14,9	-5,0	7,6	39,3	39,2	-16,0	16,1
2011 Jun	0,0	0,3	-0,1	-0,2	-19,0	-9,8	-17,0	-6,3	4,2	26,6	30,9	-10,8	6,5
Jul	2,5	2,4	0,1	0,0	8,9	6,1	6,5	0,4	1,9	-1,4	-12,5	-1,6	12,6
Ago ^(p)	6,1	6,5	-0,4	0,0	11,3	15,7	9,8	0,7	0,8	-12,1	-16,4	1,8	2,6
Tasas de crecimiento													
2010	8,4	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	-0,1	-3,2	-2,8	2,4
2011 I	5,7	11,3	0,3	-14,8	5,5	-	4,6	0,9	9,9	0,9	0,1	-2,3	2,4
II	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
2011 Jun	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
Jul	3,8	7,6	10,5	-15,2	3,7	18,8	4,1	-3,3	7,7	1,5	4,1	-3,6	2,2
Ago ^(p)	9,9	16,1	9,6	-16,5	4,7	20,4	6,3	-2,4	6,6	1,6	4,1	-3,1	2,2

3. Préstamos a hogares ³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10 Empresarios individuales	11	12	13	14
Saldos vivos														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 I	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,2	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
II	5.262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3.791,0	14,6	55,2	3.721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
2011 Jun	5.262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3.791,0	14,6	55,2	3.721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
Jul	5.259,8	629,8	140,4	184,3	305,1	3.796,0	14,8	55,6	3.725,6	834,1	403,7	145,3	87,0	601,8
Ago ^(p)	5.263,0	631,0	141,4	185,5	304,2	3.797,8	14,7	56,0	3.727,0	834,2	405,9	145,5	88,1	600,6
Operaciones														
2010	147,5	-7,7	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,5	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 I	40,9	-6,9	-6,1	-1,7	0,9	47,8	-0,7	0,0	48,6	0,0	-1,8	-0,6	-1,6	2,1
II	44,1	-0,3	2,5	-2,0	-0,8	29,3	0,5	1,1	27,7	15,1	1,7	5,1	0,2	9,8
2011 Jun	20,6	0,4	3,0	-2,4	-0,2	10,7	0,3	0,5	9,9	9,6	0,3	7,1	1,0	1,4
Jul	-6,0	-3,3	-1,5	-1,0	-0,8	2,3	0,1	0,5	1,8	-5,0	-1,1	-7,1	-0,1	2,2
Ago ^(p)	5,7	0,7	1,1	1,2	-1,6	3,1	0,0	0,4	2,7	2,0	2,4	0,0	1,6	0,4
Tasas de crecimiento														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 I	3,4	-0,9	-3,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,0	-5,9	5,1
II	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
2011 Jun	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
Jul	3,0	-2,0	-2,1	-5,6	0,3	3,9	-0,1	2,1	4,0	2,6	0,5	-0,1	-3,5	4,2
Ago ^(p)	3,0	-1,6	-1,6	-4,2	-0,1	3,9	-1,6	2,6	3,9	2,6	0,1	0,2	-1,3	3,8

Fuente: BCE.

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

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

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

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

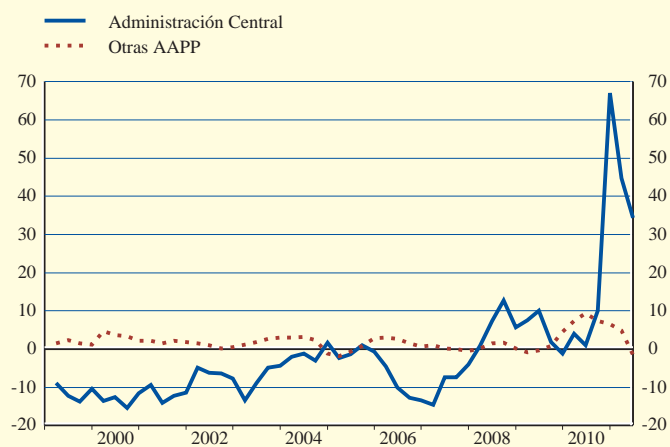
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 ^(p)	1.152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2.998,3	2.003,8	994,5	60,1	934,4
2010 III	1.075,6	263,8	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
IV	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 I	1.188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
II ^(p)	1.152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2.998,3	2.003,8	994,5	60,1	934,4
Operaciones										
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	5,2	9,9	-5,0	0,5	-5,5
2011 ^(p)	-64,7	-47,3	-2,2	2,5	-18,1	100,2	20,0	80,0	13,0	66,9
2010 III	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,5	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
IV	138,7	126,7	1,6	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 I	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,7	-1,5	57,0	7,0	50,1
II ^(p)	-36,5	-13,0	-6,5	-2,4	-14,9	44,5	21,6	22,9	6,1	16,8
Tasas de crecimiento										
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 ^(p)	6,5	34,4	-1,1	1,4	-38,7	4,4	0,2	7,0	30,9	5,8
2010 III	8,0	10,0	6,5	5,4	43,9	0,9	1,3	-0,5	1,6	-0,6
IV	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 I	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,5
II ^(p)	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,7	2,6	0,2	7,0	30,9	5,8

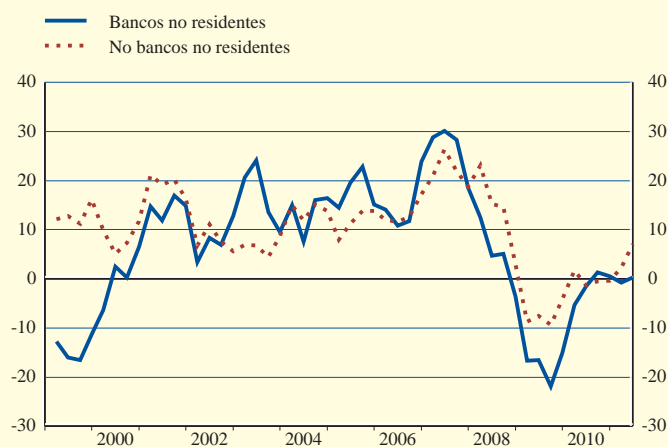
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

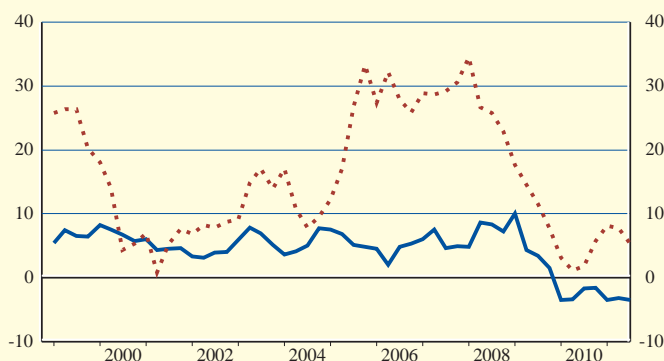
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	A entidades de contrapartida central	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos															
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9	-
2010	716,9	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 I	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.161,5	371,0	291,6	1.146,4	11,8	0,5	340,2	240,6
II	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
2011 May	714,3	85,3	79,6	525,5	3,8	0,2	19,9	2.235,4	370,1	309,2	1.153,7	12,0	0,2	390,2	288,3
Jun	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
Jul	713,8	82,8	81,6	523,4	3,7	0,2	22,1	2.186,3	359,8	294,6	1.148,4	11,6	0,3	371,7	282,3
Ago ^(p)	727,3	88,9	89,8	523,4	3,7	0,2	21,1	2.247,2	368,2	297,7	1.151,9	11,8	0,5	417,2	315,5
Operaciones															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	155,9	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 I	-0,9	3,2	-0,3	-1,2	0,3	0,0	-2,9	-9,7	15,8	-6,2	-12,9	1,0	0,1	-7,4	-14,3
II	-1,6	1,7	-2,2	-2,7	0,3	0,0	1,3	37,8	-1,7	-8,0	2,6	0,7	-0,3	44,5	49,8
2011 May	-6,4	-0,1	-3,6	-0,6	-0,1	0,0	-1,9	24,9	-7,4	2,8	-6,6	0,9	-0,2	35,4	41,1
Jun	-5,7	-0,7	-2,3	-1,5	-0,6	0,0	-0,6	-24,4	-0,1	-18,3	-1,2	0,5	0,0	-5,4	2,1
Jul	5,0	-1,9	4,2	-0,6	0,5	0,0	2,8	-25,6	-10,9	3,0	-8,6	-0,9	0,0	-8,3	-8,2
Ago ^(p)	13,6	6,2	8,3	0,1	0,0	0,0	-0,9	62,7	9,1	3,4	4,3	0,2	0,2	45,6	33,3
Tasas de crecimiento															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 I	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,7	14,0	-5,0	4,5	-47,3	-	28,7	-
II	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
2011 May	-1,9	-4,5	-8,5	-1,8	41,4	-	40,0	7,6	2,0	3,7	4,2	-25,3	-	31,1	-
Jun	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	15,8	32,9
Jul	-2,7	-7,4	-7,8	-2,2	41,0	-	25,5	3,7	-0,2	-1,7	1,7	-0,8	-	19,9	34,7
Ago ^(p)	-0,6	4,6	-2,9	-1,9	38,4	-	17,7	5,7	0,9	-2,7	1,6	5,1	-	34,0	43,7

G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

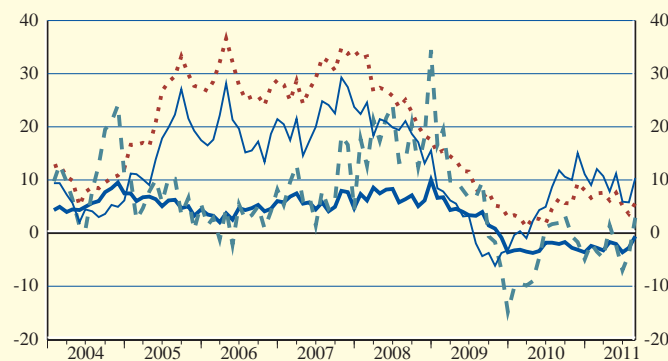
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

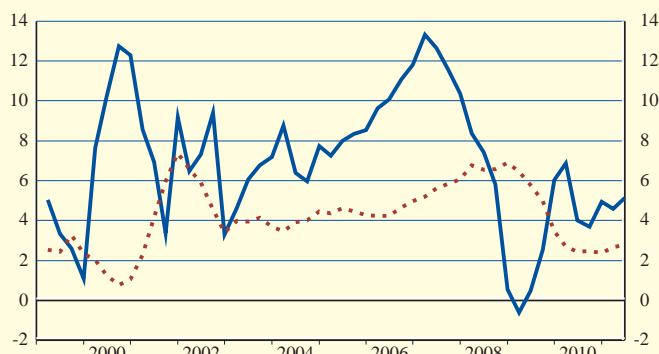
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2009	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,6	1.034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 I	1.649,3	1.001,4	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5.766,9	2.223,8	908,3	681,3	1.811,8	110,3	31,4
II	1.658,5	1.011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
2011 May	1.654,5	999,0	461,2	94,2	77,8	2,0	20,4	5.793,4	2.232,0	905,1	695,5	1.816,9	109,5	34,3
Jun	1.658,5	1.011,4	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
Jul	1.656,2	1.002,1	461,4	95,5	76,5	2,0	18,7	5.844,9	2.261,7	914,0	705,1	1.819,3	109,5	35,4
Ago ⁴⁾	1.655,1	994,1	467,1	95,3	77,4	1,8	19,5	5.831,3	2.236,2	919,4	707,0	1.823,8	109,4	35,5
Operaciones														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 I	-33,8	-37,6	2,5	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,3	-23,5	2,9	14,3	21,9	0,0	1,7
II	11,9	12,4	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,6	55,7	35,2	-2,8	19,5	2,6	-0,9	2,1
2011 May	3,6	-1,5	0,9	1,7	-0,4	0,0	3,0	-4,8	-15,2	0,0	7,6	0,9	0,0	1,9
Jun	4,5	12,7	-3,9	0,6	-0,5	0,1	-4,5	29,2	26,0	-0,9	6,4	-1,3	-0,1	-0,8
Jul	-3,9	-10,4	4,0	0,6	-0,8	0,0	2,7	21,8	3,4	9,6	3,1	3,7	0,1	1,8
Ago ⁴⁾	-0,1	-7,4	5,9	-0,2	0,9	-0,2	0,9	-13,2	-25,2	5,6	1,9	4,5	-0,1	0,2
Tasas de crecimiento														
2009	6,0	12,7	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 I	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
II	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
2011 May	4,0	0,0	11,6	8,4	4,3	8,4	34,8	2,7	1,5	-1,0	7,9	5,0	-8,2	6,6
Jun	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
Jul	4,8	1,7	10,1	14,8	-0,2	-4,6	34,8	2,9	1,0	1,4	8,4	4,2	-4,6	12,2
Ago ⁴⁾	3,8	0,9	8,6	14,0	-1,7	-15,2	37,8	2,9	1,2	2,0	8,2	3,8	-3,2	11,4

G11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

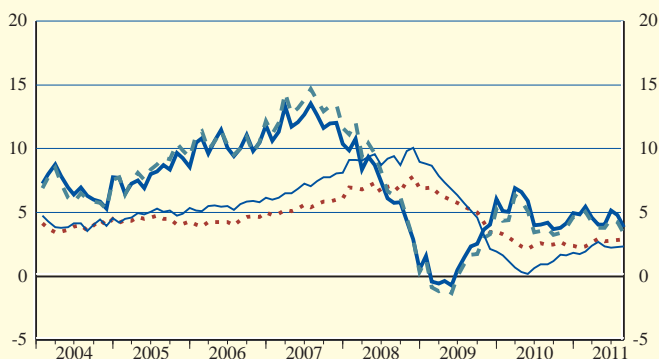
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

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

(tasas de crecimiento interanual)

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



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

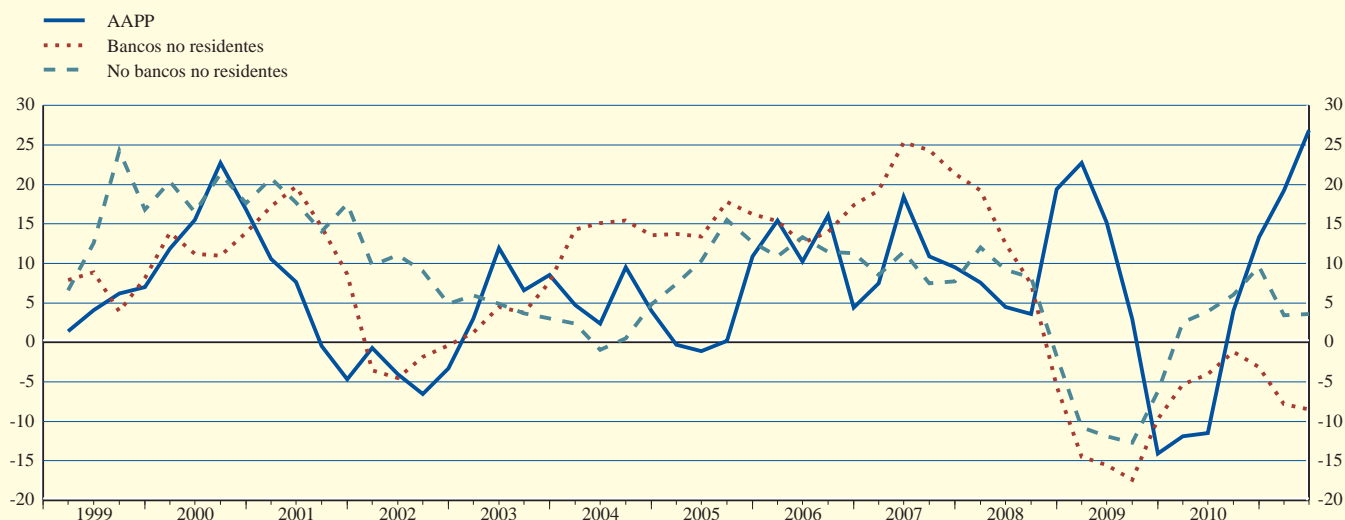
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 ^(p)	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,9	984,5	47,7	936,8
2010 III	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.597,2	983,7	48,0	935,7
IV	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 I	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,7	967,4	41,4	925,9
II ^(p)	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,9	984,5	47,7	936,8
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,1	-82,5	82,6	7,5	75,1
2011 ^(p)	96,1	74,3	7,4	1,5	12,9	-97,0	-115,3	18,0	2,8	15,2
2010 III	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	4,1	12,0	2,2	9,9
IV	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-107,7	5,1	-2,7	7,8
2011 I	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,5	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
II ^(p)	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,5	-41,8	22,1	6,4	15,7
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 ^(p)	8,2	14,5	1,2	-2,5	14,0	-6,3	-8,5	3,6	5,0	3,5
2010 III	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,4	5,5
IV	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 I	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
II ^(p)	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,5	3,6	5,0	3,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

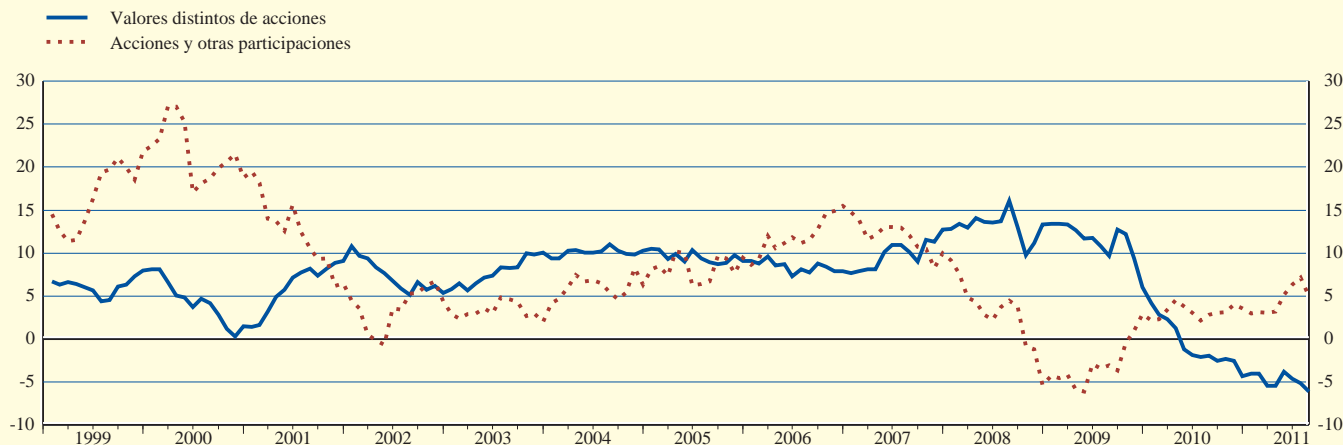
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2009	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,7	16,4	1.500,9	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 I	5.741,6	1.695,9	102,5	1.393,0	19,9	1.464,2	28,7	1.037,5	1.504,7	437,2	765,6	301,9
II	5.663,4	1.674,2	90,0	1.437,0	20,7	1.448,3	24,7	968,4	1.563,7	476,0	775,5	312,1
2011 May	5.717,8	1.686,9	99,3	1.410,8	19,4	1.471,3	25,5	1.004,4	1.570,9	469,6	786,7	314,6
Jun	5.663,4	1.674,2	90,0	1.437,0	20,7	1.448,3	24,7	968,4	1.563,7	476,0	775,5	312,1
Jul	5.628,7	1.660,3	89,7	1.417,0	20,6	1.452,6	25,1	963,5	1.560,8	479,4	769,1	312,3
Ago ^(p)	5.583,1	1.685,4	84,0	1.402,0	23,8	1.431,0	27,3	929,6	1.532,5	478,3	753,2	300,9
Operaciones												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,3	-167,1	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2011 I	-26,5	-24,0	1,0	8,7	4,4	-32,7	2,3	13,9	1,3	1,0	6,7	-6,4
II	-30,7	-33,7	5,9	44,6	1,0	-17,5	-3,7	-27,3	62,8	36,8	14,6	11,4
2011 May	25,4	4,6	9,7	7,5	-0,1	-3,3	0,0	7,1	17,5	30,5	-18,4	5,3
Jun	-51,9	-21,8	-8,2	28,7	1,5	-22,6	-0,5	-29,0	-4,4	4,5	-7,8	-1,1
Jul	-32,0	-13,0	0,3	-12,4	-0,7	6,0	-0,5	-11,7	3,5	4,7	-1,9	0,6
Ago ^(p)	-42,6	24,3	-4,6	-22,2	3,5	-18,6	2,7	-27,7	-17,6	0,7	-8,6	-9,7
Tasas de crecimiento												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-15,8	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 I	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
II	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
2011 May	-3,8	-9,1	16,4	0,2	15,7	0,1	3,1	-7,1	5,1	6,2	4,4	5,3
Jun	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
Jul	-5,2	-8,9	13,6	0,4	24,4	-3,5	-1,2	-10,9	7,1	11,5	5,7	4,4
Ago ^(p)	-6,1	-7,6	-1,7	-0,4	48,5	-4,8	11,1	-14,6	5,0	10,7	3,1	1,6

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Préstamos														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010	5.515,2	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 I	5.488,8	-	-	-	-	-	12.304,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
II	5.511,3	-	-	-	-	-	12.378,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>A no residentes en la zona del euro</i>														
2009	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 I	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	7,1
II	2.003,8	45,2	54,8	31,9	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 I	1.798,3	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
II	1.764,3	94,9	5,1	2,9	0,1	0,3	1,4	2.930,8	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2011 I	526,4	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	13,0
II	476,9	54,2	45,8	23,0	0,4	0,6	16,2	491,8	32,8	67,2	40,3	5,2	0,7	12,1
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2009	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010	5.774,9	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 I	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.764,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
II	5.692,8	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.921,2	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010	2.491,9	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 I	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	967,4	58,3	41,7	29,5	1,4	1,5	4,4
II	2.295,9	53,4	46,6	29,8	2,2	1,9	8,0	984,5	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 I	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4
II	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Ene	6.301,4	381,7	2.355,0	1.984,1	871,8	221,7	487,2
Feb	6.382,2	390,4	2.372,1	2.012,7	878,4	223,5	505,3
Mar	6.338,4	387,3	2.354,8	1.973,7	882,7	221,4	518,5
Abr	6.380,7	391,6	2.357,0	1.992,2	892,0	222,7	525,2
May	6.430,3	393,5	2.403,9	1.991,3	899,0	223,5	519,2
Jun	6.347,1	392,5	2.389,5	1.959,3	888,1	222,1	495,5
Jul ^(p)	6.397,2	390,5	2.423,2	1.939,2	890,1	222,6	531,6
Operaciones							
2010 IV	35,9	-11,0	48,2	49,9	16,6	-3,0	-64,8
2011 I	110,2	19,4	25,2	14,8	8,5	2,4	40,0
II	66,6	5,9	43,4	20,9	13,5	4,0	-21,0

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	Fondos de inversión		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Ene	6.301,4	119,2	5.766,2	4.477,8	663,2	1.288,3	416,1
Feb	6.382,2	124,0	5.823,8	4.519,8	668,1	1.304,0	434,4
Mar	6.338,4	127,1	5.769,9	4.475,9	668,1	1.294,0	441,4
Abr	6.380,7	126,0	5.813,2	4.510,1	678,2	1.303,1	441,5
May	6.430,3	126,1	5.859,2	4.533,5	684,3	1.325,8	445,0
Jun	6.347,1	119,1	5.786,7	4.466,3	675,6	1.320,4	441,4
Jul ^(p)	6.397,2	119,7	5.809,7	4.464,5	674,8	1.345,2	467,9
Operaciones							
2010 IV	35,9	-11,8	81,1	32,6	15,3	48,6	-33,4
2011 I	110,2	12,0	55,5	25,6	4,1	29,9	42,7
II	66,6	-4,7	76,2	25,2	11,1	51,1	-5,0

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

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario	
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable		Fondos de capital fijo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010 Dic	5.770,2	1.808,8	1.726,2	1.399,4	264,4	111,4	460,0	5.687,9	82,3	1.106,5
2011 Ene	5.766,2	1.801,4	1.720,5	1.403,5	264,9	111,3	464,7	5.681,6	84,6	1.090,4
Feb	5.823,8	1.814,2	1.742,1	1.419,1	266,6	112,4	469,4	5.739,1	84,7	1.097,9
Mar	5.769,9	1.799,7	1.707,8	1.410,4	267,3	112,7	471,9	5.685,4	84,4	1.077,4
Abr	5.813,2	1.797,9	1.724,4	1.429,2	268,1	113,2	480,4	5.728,9	84,3	1.070,8
May	5.859,2	1.825,3	1.729,0	1.438,3	269,7	114,4	482,5	5.774,9	84,4	1.090,1
Jun	5.786,7	1.812,4	1.688,8	1.423,8	270,9	112,2	478,6	5.701,1	85,5	1.049,8
Jul ^(p)	5.809,7	1.836,8	1.670,9	1.426,6	282,3	116,0	477,1	5.723,6	86,1	1.032,6
Operaciones										
2011 Ene	25,3	5,9	9,3	7,7	1,0	0,3	1,0	24,4	0,9	-9,6
Feb	21,5	10,0	4,1	5,7	0,4	0,7	0,6	21,6	-0,1	8,8
Mar	8,7	4,3	-6,3	2,5	0,6	0,8	6,8	8,7	0,1	-8,7
Abr	41,3	9,8	13,7	12,5	0,8	1,0	3,4	41,1	0,2	6,0
May	27,2	9,4	9,6	5,7	-0,2	-1,0	3,6	27,4	-0,3	7,9
Jun	7,8	2,5	2,1	0,6	2,8	-0,5	0,3	5,8	2,0	-34,7
Jul ^(p)	24,3	8,2	1,9	0,9	11,3	2,3	-0,3	23,8	0,6	-22,3

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	8	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 III	2.345,7	1.471,5	385,4	721,8	193,5	6,4	164,3	874,2	242,6	330,9	16,3
IV	2.369,3	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,1	165,1	936,7	247,0	365,8	16,1
2011 I	2.354,8	1.430,3	383,4	675,7	200,1	5,5	165,7	924,5	246,4	354,5	14,1
II ^(p)	2.389,5	1.430,5	385,9	673,9	195,7	5,7	169,2	959,0	247,2	365,9	17,9
Operaciones											
2010 IV	48,2	-7,1	-3,3	-8,2	0,7	-0,2	3,8	55,3	6,4	30,0	-1,9
2011 I	25,2	10,7	9,4	-8,3	7,8	0,0	1,9	14,5	1,9	2,4	-1,0
II ^(p)	43,4	-1,5	1,5	-4,3	-1,7	0,5	2,5	43,3	8,7	13,8	3,6

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

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	8	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 III	1.792,3	711,8	80,2	-	36,4	24,2	571,0	1.080,4	153,2	314,7	67,3
IV	1.987,7	751,2	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 I	1.973,7	782,7	89,2	-	41,7	26,1	625,6	1.191,0	167,2	365,2	71,1
II ^(p)	1.959,3	773,7	83,9	-	41,3	26,2	622,3	1.185,6	166,4	362,4	77,4
Operaciones											
2010 IV	49,9	4,9	4,5	-	1,7	-0,6	-0,7	45,0	5,1	3,4	6,6
2011 I	14,8	11,5	5,5	-	2,3	-0,9	4,6	3,3	-0,5	16,0	-3,9
II ^(p)	20,9	-1,0	-1,2	-	1,3	0,4	-1,5	21,9	2,8	3,5	7,2

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

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	8	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010 III	831,1	707,1	77,1	-	630,0	-	-	124,0	21,4	34,8	0,4
IV	875,3	740,2	76,0	-	664,1	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 I	882,7	746,1	78,0	-	668,1	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
II ^(p)	888,1	754,9	79,3	-	675,6	-	-	133,2	22,0	41,9	0,4
Operaciones											
2010 IV	16,6	13,4	-1,9	-	15,3	-	-	3,2	0,5	1,4	0,1
2011 I	8,5	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
II ^(p)	13,5	12,0	0,9	-	11,1	-	-	1,5	0,3	1,1	0,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados							Valores distintos de acciones	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
									No dados de baja en el balance de las IFM ¹⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2010 I	2.290,8	358,3	1.440,7	1.135,4	552,3	137,6	25,0	7,3	135,4	280,4	99,3	43,5	68,6
II	2.285,6	363,1	1.437,2	1.131,6	563,7	140,5	24,7	6,4	133,8	278,7	101,3	41,1	64,2
III	2.284,8	350,1	1.467,2	1.173,9	576,3	133,8	24,6	6,4	128,6	260,2	100,3	41,4	65,7
IV	2.350,0	373,4	1.522,1	1.238,2	601,2	125,0	22,7	6,0	130,2	251,6	92,5	41,9	68,6
2011 I	2.254,7	352,8	1.482,7	1.194,3	590,4	131,8	23,0	5,9	127,6	240,3	89,0	36,8	53,1
II	2.206,0	337,4	1.458,8	1.173,5	581,0	136,0	21,9	5,2	122,1	232,0	89,3	36,4	52,1
Operaciones													
2010 II	-21,7	1,4	-13,0	-12,5	-	2,4	-0,9	-0,4	-1,6	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
III	-3,9	-12,2	24,2	33,0	-	-2,1	-0,6	-0,1	-6,1	-16,5	-0,5	0,4	0,7
IV	44,8	24,5	24,4	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,4	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 I	-92,2	-23,2	-36,2	-44,2	-	9,1	0,6	0,0	-1,8	-10,1	-2,4	-4,9	-15,3
II	-56,7	-12,3	-26,8	-23,1	-	2,5	-0,9	-0,3	-5,0	-9,4	0,0	0,0	-8,2

2. Pasivo

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 III	6.266,6	762,9	458,8	2.281,6	932,8	1.187,7	87,5	251,1	149,3	154,8
IV	6.158,6	800,7	478,6	2.292,9	819,2	1.088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 I	6.188,2	797,2	493,7	2.361,0	785,7	1.071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
II	6.330,2	782,8	487,7	2.384,4	819,0	1.200,4	89,7	248,6	162,1	155,4
III	6.517,6	784,2	483,4	2.424,9	792,6	1.377,5	86,1	252,0	163,2	153,9
IV	6.642,6	786,9	477,9	2.462,8	804,4	1.456,8	86,5	256,2	158,1	152,9
2010 I	6.864,5	784,5	486,3	2.575,8	815,4	1.534,2	83,5	266,9	169,4	148,5
II	6.891,0	785,5	488,9	2.613,5	792,8	1.518,5	79,9	271,6	190,2	150,2
III	7.060,0	783,2	498,0	2.698,8	807,5	1.559,8	75,4	272,2	215,1	150,0
IV	6.977,5	774,1	500,9	2.642,2	823,1	1.579,3	65,4	269,0	171,9	151,5
2011 I	7.048,4	775,1	499,7	2.676,4	826,8	1.602,1	63,5	277,8	172,8	154,2
II	7.085,5	778,2	505,1	2.688,3	834,2	1.607,6	66,7	275,4	175,8	154,3

2. Tenencias de valores distintos de acciones

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro					Emitidos por no residentes en la zona del euro	
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 III	2.281,6	1.851,3	517,9	975,2	215,2	9,1	134,0	430,3
IV	2.292,9	1.874,6	505,9	1.013,9	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 I	2.361,0	1.939,4	531,1	1.040,5	218,3	13,5	136,1	421,6
II	2.384,4	1.987,6	541,7	1.060,7	231,2	15,0	139,0	396,8
III	2.424,9	2.021,6	552,6	1.086,6	229,4	15,1	137,8	403,2
IV	2.462,8	2.053,6	543,7	1.114,3	239,4	16,7	139,5	409,2
2010 I	2.575,8	2.157,9	578,5	1.184,6	231,8	16,2	146,9	417,9
II	2.613,5	2.190,3	581,7	1.196,7	244,4	16,6	150,9	423,1
III	2.698,8	2.271,6	593,4	1.242,2	264,1	19,5	152,4	427,2
IV	2.642,2	2.218,7	594,3	1.215,0	236,2	17,7	155,5	423,5
2011 I	2.676,4	2.260,3	617,2	1.208,7	262,0	19,0	153,5	416,1
II	2.688,3	2.263,6	636,9	1.227,6	223,5	16,0	159,6	424,7

3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro					Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones	Reservas para primas y siniestros		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 III	6.177,2	331,4	29,7	475,0	5.190,2	2.938,1	1.410,5	841,6	151,0	89,4
IV	6.123,7	348,8	31,7	422,1	5.178,6	2.909,2	1.445,8	823,6	142,6	34,9
2009 I	6.129,8	347,8	31,8	378,6	5.228,6	2.927,5	1.460,2	841,0	142,9	58,4
II	6.215,9	321,6	33,1	395,1	5.325,5	3.005,5	1.477,4	842,6	140,6	114,3
III	6.363,7	303,8	36,1	440,0	5.438,6	3.094,8	1.501,7	842,2	145,1	153,9
IV	6.441,3	284,6	39,5	436,2	5.527,8	3.168,6	1.519,8	839,3	153,3	201,3
2010 I	6.620,1	293,6	39,5	454,0	5.675,5	3.255,5	1.560,2	859,8	157,5	244,4
II	6.655,6	298,9	40,9	425,1	5.730,6	3.280,6	1.589,1	860,9	160,0	235,4
III	6.765,4	315,0	39,8	431,6	5.823,8	3.337,6	1.629,5	856,6	155,2	294,6
IV	6.802,9	283,9	42,3	439,0	5.887,7	3.380,3	1.651,3	856,0	150,1	174,6
2011 I	6.907,4	304,2	40,1	455,6	5.957,3	3.412,8	1.664,5	880,0	150,2	140,9
II	6.934,8	304,4	42,7	449,3	5.987,6	3.438,6	1.670,7	878,3	150,8	150,7

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.3 Hogares

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

	2007	2008	2009	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.279	4.457	4.440	4.442	4.459	4.474	4.495	4.520
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.487	1.530	1.474	1.470	1.471	1.476	1.481	1.494
Intereses, recursos (+)	315	347	242	224	215	211	210	214
Intereses, empleos (-)	218	247	146	134	129	127	127	129
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	805	817	730	721	715	720	728	741
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	852	892	860	858	859	863	867	876
Cotizaciones sociales netas (-)	1.593	1.663	1.670	1.673	1.678	1.683	1.694	1.704
Prestaciones sociales netas (+)	1.590	1.659	1.778	1.798	1.810	1.818	1.826	1.830
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	62	69	74	73	72	71	69	69
= Renta disponible bruta	5.865	6.067	6.051	6.054	6.066	6.088	6.112	6.148
Gasto en consumo final (-)	5.105	5.269	5.187	5.212	5.242	5.282	5.325	5.367
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	63	69	65	63	60	59	58	58
= Ahorro bruto	823	868	929	905	885	865	845	839
Consumo de capital fijo (-)	367	384	385	386	387	389	391	394
Transferencias netas de capital, recursos (+)	14	2	14	11	10	9	14	13
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	1.476	-2.235	-454	690	759	954	1.019	657
= Variaciones del patrimonio neto	1.945	-1.749	103	1.220	1.266	1.440	1.486	1.115
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	643	637	547	537	540	544	548	556
Consumo de capital fijo (-)	367	384	385	386	387	389	391	394
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	420	457	-16	-89	-77	-24	55	118
Efectivo y depósitos	351	438	120	63	63	89	120	142
Participaciones en fondos del mercado monetario	37	-6	-43	-74	-73	-84	-50	-37
Valores distintos de acciones ¹⁾	32	26	-93	-78	-67	-29	-15	14
Activos a largo plazo	173	17	536	629	601	503	420	331
Depósitos	-31	-29	90	118	110	88	59	44
Valores distintos de acciones	84	21	36	27	35	-1	4	42
Acciones y otras participaciones	-89	-105	184	233	212	177	135	45
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-4	30	111	130	133	100	96	44
Participaciones en fondos de inversión	-85	-135	73	104	80	77	39	1
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	209	130	225	251	244	239	223	201
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	384	236	118	135	144	142	150	147
de los cuales: de IFM de la zona del euro	283	83	65	108	135	134	147	169
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	1.445	-890	-742	-71	478	810	872	666
Activos financieros	70	-1.383	280	739	275	127	133	-26
Acciones y otras participaciones	29	-1.131	81	427	77	5	91	60
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	8	-244	176	266	172	115	78	-8
Otros flujos netos (+)	-54	33	1	-4	-21	11	-2	11
= Variaciones del patrimonio neto	1.945	-1.749	103	1.220	1.266	1.440	1.486	1.115
Balance								
Activos no financieros (+)	27.402	26.765	26.185	26.237	26.690	27.042	27.214	27.064
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.263	5.804	5.778	5.739	5.781	5.768	5.840	5.881
Efectivo y depósitos	4.851	5.322	5.474	5.446	5.506	5.498	5.598	5.598
Participaciones en fondos del mercado monetario	280	315	239	232	216	203	190	208
Valores distintos de acciones ¹⁾	131	167	65	61	59	66	52	75
Activos a largo plazo	12.151	10.735	11.580	11.864	11.724	11.973	12.130	12.154
Depósitos	965	913	974	1.003	1.014	1.020	1.033	1.043
Valores distintos de acciones	1.275	1.302	1.386	1.392	1.373	1.367	1.353	1.358
Acciones y otras participaciones	5.125	3.848	4.145	4.267	4.103	4.253	4.370	4.359
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.686	2.806	2.917	2.987	2.847	2.952	3.025	3.051
Participaciones en fondos de inversión	1.438	1.042	1.228	1.280	1.256	1.301	1.345	1.308
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.786	4.672	5.074	5.203	5.235	5.333	5.375	5.395
Otros activos netos (+)	327	322	298	268	288	310	306	281
Pasivos (-)								
Préstamos	5.569	5.801	5.914	5.925	5.993	6.019	6.077	6.084
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.831	4.914	4.968	4.986	5.140	5.159	5.213	5.256
= Patrimonio neto	39.574	37.825	37.928	38.182	38.491	39.073	39.413	39.297

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

	2007	2008	2009	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.656	4.771	4.528	4.545	4.589	4.626	4.672	4.726
Remuneración de los asalariados (-)	2.726	2.847	2.793	2.790	2.801	2.813	2.832	2.855
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	80	77	63	59	59	64	60	61
= Excedente bruto de explotación (+)	1.849	1.847	1.672	1.696	1.730	1.749	1.780	1.810
Consumo de capital fijo (-)	741	778	789	788	789	792	796	799
= Excedente neto de explotación (+)	1.108	1.069	883	908	941	957	984	1.011
Rentas de la propiedad, recursos (+)	620	630	491	484	477	480	503	506
Intereses, recursos	215	232	159	150	145	142	140	142
Otras rentas de la propiedad, recursos	405	398	332	335	332	339	363	363
Intereses y otras rentas, empleos (-)	363	415	293	274	263	258	259	261
= Renta empresarial neta (+)	1.365	1.285	1.080	1.119	1.155	1.180	1.229	1.255
Renta distribuida (-)	1.003	1.042	921	910	905	918	956	975
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	211	198	126	126	132	133	137	141
Cotizaciones sociales, recursos (+)	63	67	69	69	68	68	68	69
Prestaciones sociales, empleos (-)	62	65	67	67	68	68	68	68
Otras transferencias corrientes netas (-)	48	53	53	53	54	54	54	54
= Ahorro neto	105	-7	-17	32	65	75	81	85
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	379	341	79	78	126	151	177	216
Formación bruta de capital fijo (+)	1.072	1.090	923	914	930	940	955	976
Consumo de capital fijo (-)	741	778	789	788	789	792	796	799
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	48	29	-55	-48	-15	3	18	40
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	167	72	94	91	22	22	17	9
Efectivo y depósitos	153	15	87	97	57	51	68	61
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20	33	41	4	-22	-28	-41	-39
Valores distintos de acciones ¹⁾	34	24	-35	-10	-14	-1	-9	-13
Activos a largo plazo	725	693	254	213	243	319	394	383
Depósitos	-13	36	10	-3	-6	-4	-19	-10
Valores distintos de acciones	51	-29	14	0	4	-1	1	14
Acciones y otras participaciones	414	342	121	95	51	85	182	189
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	273	344	108	122	193	240	230	191
Otros activos netos (+)	173	-34	-16	85	88	97	29	34
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	901	694	94	113	127	230	214	227
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	537	395	-116	-99	-94	-38	-41	-19
de la cual: valores distintos de acciones	33	49	84	103	83	69	63	39
Acciones y otras participaciones	370	309	250	240	204	205	245	254
Acciones cotizadas	58	6	67	67	47	37	31	31
Acciones no cotizadas y otras participaciones	312	303	183	173	157	168	214	223
Transferencias netas de capital, recursos (-)	69	74	81	80	80	79	75	74
= Ahorro neto	105	-7	-17	32	65	75	81	85
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.801	1.891	1.973	1.934	1.916	1.940	1.989	1.954
Efectivo y depósitos	1.507	1.538	1.632	1.601	1.608	1.625	1.693	1.666
Participaciones en fondos del mercado monetario	176	206	228	215	198	196	188	181
Valores distintos de acciones ¹⁾	118	148	113	118	110	119	107	107
Activos a largo plazo	10.703	9.111	10.120	10.406	10.287	10.637	10.968	11.187
Depósitos	208	239	223	224	233	243	208	202
Valores distintos de acciones	231	197	208	217	224	224	218	238
Acciones y otras participaciones	7.989	6.090	6.981	7.183	6.948	7.249	7.587	7.790
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.276	2.585	2.708	2.782	2.882	2.921	2.955	2.957
Otros activos netos (+)	294	292	233	248	199	207	77	170
Pasivos								
Deuda	8.609	9.298	9.433	9.497	9.584	9.625	9.625	9.638
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.472	4.871	4.707	4.711	4.727	4.705	4.676	4.696
de la cual: valores distintos de acciones	649	705	817	866	875	891	875	851
Acciones y otras participaciones	14.356	11.056	12.329	12.531	11.979	12.594	13.091	13.411
Acciones cotizadas	5.061	2.935	3.517	3.590	3.316	3.542	3.814	3.923
Acciones no cotizadas y otras participaciones	9.295	8.121	8.812	8.941	8.663	9.052	9.276	9.487

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

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

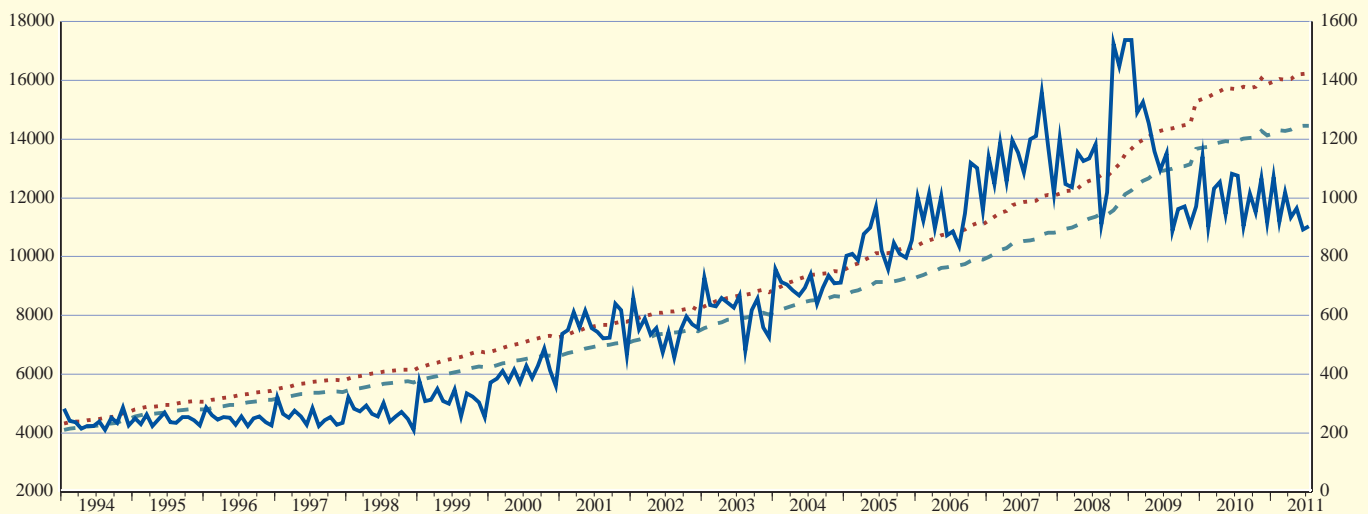
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
Total												
2010 Jul	16.189,6	1.009,8	23,0	13.952,9	970,2	48,1	15.683,4	1.076,0	15,2	3,2	42,4	2,5
Ago	16.254,3	841,1	65,0	14.014,8	800,7	62,2	15.789,4	903,1	82,1	3,6	112,1	4,1
Sep	16.272,8	985,1	18,8	14.032,7	908,6	18,1	15.743,8	1.013,6	4,7	3,1	56,5	3,4
Oct	16.280,3	888,0	10,1	14.070,2	843,2	40,1	15.782,0	950,3	52,7	3,2	39,5	3,1
Nov	16.459,9	993,0	180,9	14.268,8	954,0	199,8	16.065,7	1.067,0	239,0	4,3	160,4	5,5
Dic	16.297,1	876,7	-161,4	14.123,3	844,0	-144,1	15.874,7	916,6	-183,1	3,6	-63,1	4,5
2011 Ene	16.376,6	1.005,0	78,7	14.197,9	954,4	73,9	15.947,7	1.070,1	91,6	3,7	77,7	4,9
Feb	16.476,5	866,4	100,8	14.289,6	813,6	92,7	16.039,5	919,2	97,7	4,1	47,5	4,0
Mar	16.477,5	978,2	1,3	14.283,3	911,3	-6,1	16.017,8	1.019,2	2,8	3,4	12,3	3,4
Abr	16.498,3	888,9	21,5	14.330,9	850,2	48,3	16.044,4	934,7	51,6	3,2	25,7	3,3
May	16.609,2	920,9	109,2	14.432,4	865,6	99,8	16.200,5	963,2	125,9	3,6	49,4	1,9
Jun	16.645,5	847,9	36,3	14.459,7	796,1	27,3	16.219,2	893,0	24,3	3,9	50,1	3,3
Jul	.	.	.	14.451,6	821,1	-7,5	16.239,6	902,9	-1,6	3,8	24,1	2,6
A largo plazo												
2010 Jul	14.686,5	261,6	35,6	12.549,0	241,3	36,4	14.082,4	268,8	14,5	4,7	51,2	3,5
Ago	14.717,8	140,8	32,1	12.580,1	127,4	32,0	14.148,0	152,8	43,5	4,7	83,8	4,5
Sep	14.721,6	268,6	4,1	12.594,2	228,4	14,4	14.105,4	258,8	4,4	4,1	50,3	3,5
Oct	14.758,9	222,2	37,5	12.643,6	195,4	49,4	14.161,2	233,3	65,7	4,0	66,5	3,7
Nov	14.903,2	338,6	145,4	12.802,9	322,0	160,3	14.393,1	360,5	191,4	4,8	115,9	5,5
Dic	14.860,7	186,9	-39,9	12.778,2	179,8	-22,0	14.335,9	193,9	-50,0	4,7	10,6	5,5
2011 Ene	14.927,9	308,9	68,6	12.828,9	277,9	52,2	14.383,6	320,0	67,8	4,8	97,5	6,1
Feb	15.033,7	283,8	106,1	12.924,4	252,8	95,9	14.471,2	284,8	92,1	5,0	42,7	5,5
Mar	15.046,6	304,9	13,4	12.944,0	268,8	20,0	14.466,2	303,0	16,9	4,3	22,4	5,1
Abr	15.100,4	302,6	54,1	13.009,3	278,4	65,7	14.513,4	308,9	68,7	4,3	49,3	4,8
May	15.186,9	276,9	85,3	13.088,7	245,8	78,2	14.629,4	268,7	90,5	4,5	25,0	3,5
Jun	15.243,9	255,1	56,5	13.143,4	224,0	54,2	14.684,0	252,8	58,0	4,7	48,3	4,0
Jul	.	.	.	13.135,0	191,8	-9,5	14.698,6	213,4	-7,0	4,6	31,7	3,1

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

(mm de euros)

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



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

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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009	15.286	5.371	3.225	803	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.875	5.246	3.289	854	5.932	554	1.007	625	79	69	205	29
2010 III	15.744	5.419	3.213	847	5.735	529	998	631	77	65	196	29
IV	15.875	5.246	3.289	854	5.932	554	978	566	110	64	206	32
2011 I	16.018	5.347	3.255	827	6.024	564	1.003	592	89	58	220	43
II	16.219	5.363	3.257	836	6.166	597	930	551	85	60	192	43
2011 Abr	16.044	5.337	3.254	827	6.059	568	935	520	99	54	216	46
May	16.201	5.394	3.259	844	6.119	585	963	592	86	67	177	42
Jun	16.219	5.363	3.257	836	6.166	597	893	541	69	59	182	42
Jul	16.240	5.371	3.270	850	6.161	588	903	533	80	62	194	34
	A corto plazo											
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.539	572	122	67	724	53	758	534	34	57	115	19
2010 III	1.638	743	94	72	689	41	771	545	31	55	118	21
IV	1.539	572	122	67	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 I	1.552	618	113	71	700	51	700	462	41	49	118	30
II	1.535	582	117	72	702	62	654	440	31	51	102	31
2011 Abr	1.531	604	117	67	694	50	626	415	29	45	105	32
May	1.571	620	120	77	698	56	695	479	33	55	98	31
Jun	1.535	582	117	72	702	62	640	426	31	52	102	29
Jul	1.541	578	117	79	711	55	690	466	28	52	119	25
	A largo plazo ²⁾											
2009	13.649	4.638	3.136	732	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.336	4.674	3.167	787	5.207	500	248	91	46	12	90	10
2010 III	14.105	4.676	3.119	775	5.046	488	227	86	46	9	78	8
IV	14.336	4.674	3.167	787	5.207	500	263	83	72	11	89	8
2011 I	14.466	4.729	3.143	757	5.324	513	303	130	48	10	102	13
II	14.684	4.781	3.140	764	5.465	535	277	111	54	9	90	12
2011 Abr	14.513	4.733	3.137	759	5.365	518	309	105	70	9	111	14
May	14.629	4.773	3.139	768	5.421	529	269	113	53	12	79	11
Jun	14.684	4.781	3.140	764	5.465	535	253	115	38	7	80	12
Jul	14.699	4.793	3.153	771	5.450	533	213	67	52	10	75	9
	del cual: a tipo fijo											
2009	8.800	2.564	1.026	598	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.469	2.634	1.089	671	4.697	378	156	50	13	10	77	6
2010 III	9.305	2.627	1.062	657	4.590	369	141	48	12	8	68	5
IV	9.469	2.634	1.089	671	4.697	378	143	43	19	11	65	6
2011 I	9.628	2.700	1.096	656	4.787	388	195	78	12	8	87	9
II	9.853	2.742	1.129	666	4.912	404	173	62	20	8	74	9
2011 Abr	9.651	2.705	1.094	660	4.801	392	184	68	18	9	80	9
May	9.782	2.730	1.120	668	4.862	402	180	57	31	11	71	10
Jun	9.853	2.742	1.129	666	4.912	404	157	60	13	5	72	7
Jul	9.852	2.744	1.144	673	4.891	401	124	30	11	10	68	5
	del cual: a tipo variable											
2009	4.409	1.786	2.043	124	371	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.394	1.760	1.973	108	431	121	78	34	29	1	10	4
2010 III	4.357	1.768	1.979	109	382	117	73	30	33	1	6	3
IV	4.394	1.760	1.973	108	431	121	102	33	44	1	22	2
2011 I	4.343	1.740	1.928	95	458	123	87	42	29	1	11	4
II	4.327	1.765	1.865	92	477	129	83	43	22	1	13	4
2011 Abr	4.356	1.742	1.914	94	482	124	102	31	40	0	26	4
May	4.328	1.758	1.877	93	474	125	67	50	8	1	6	2
Jun	4.327	1.765	1.865	92	477	129	79	48	18	2	6	5
Jul	4.333	1.774	1.855	91	482	131	70	30	30	1	6	3

Fuente: BCE.

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

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

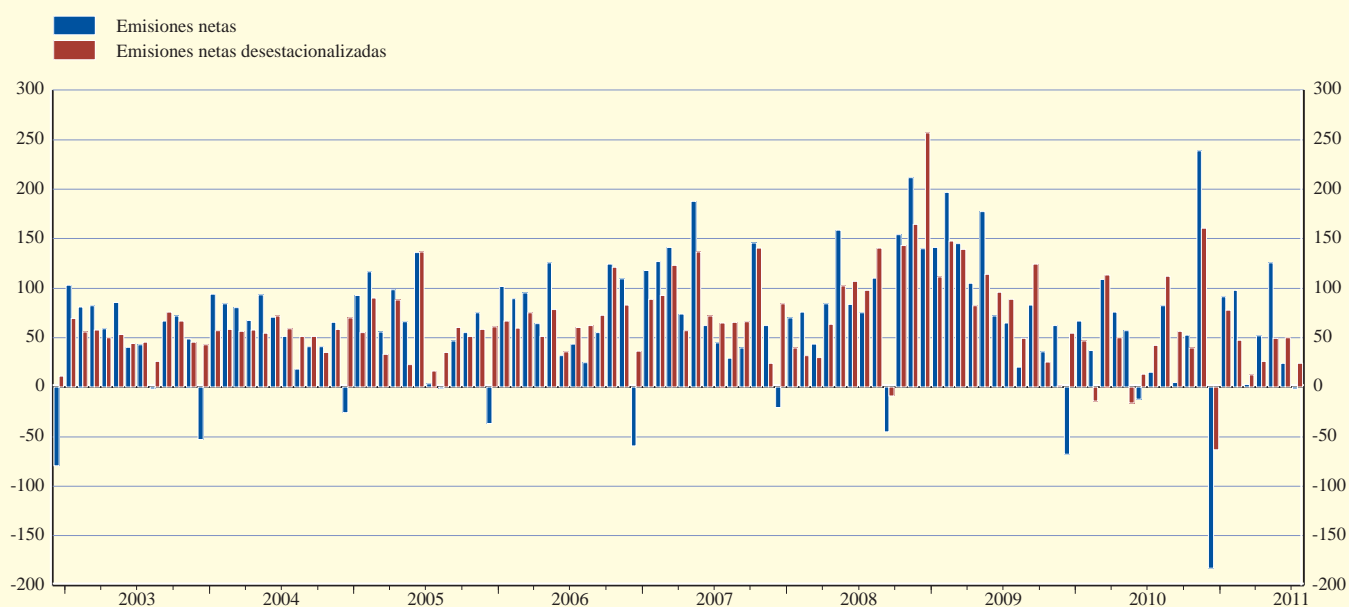
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009	86,3	10,2	18,3	8,7	44,9	4,2	86,2	10,1	18,3	8,4	45,2	4,2
2010	45,3	-1,2	4,4	5,1	31,6	5,3	45,1	-1,4	4,6	5,1	31,8	5,1
2010 III	34,0	2,7	1,6	2,6	22,4	4,6	70,3	10,1	18,1	4,5	31,1	6,5
IV	36,2	-19,9	24,2	1,3	22,9	7,7	45,6	-4,5	-2,7	4,2	44,0	4,6
2011 I	64,0	42,9	-19,8	4,2	32,5	4,3	45,8	23,9	-3,4	2,7	16,7	5,9
II	67,3	4,8	0,9	3,0	47,5	11,0	41,7	0,4	-4,2	0,0	34,2	11,4
2011 Abr	51,6	3,1	3,2	2,0	37,7	5,6	25,7	-5,4	0,8	-2,7	28,5	4,5
May	125,9	39,2	0,8	14,0	56,8	15,1	49,4	10,2	-15,4	7,6	32,4	14,6
Jun	24,3	-27,7	-1,3	-7,1	47,9	12,4	50,1	-3,5	2,0	-5,0	41,5	15,1
Jul	-1,6	-3,2	10,1	8,4	-7,1	-9,8	24,1	-4,8	7,7	5,3	26,8	-10,9
	A largo plazo											
2009	87,0	14,9	21,5	12,8	33,0	4,8	87,1	15,1	21,4	12,8	33,0	4,8
2010	53,9	1,8	1,7	5,5	41,3	3,6	54,2	1,9	1,9	5,5	41,4	3,6
2010 III	20,8	-1,4	1,9	3,1	16,7	0,6	61,8	6,4	17,2	4,6	31,2	2,4
IV	69,0	-5,3	14,7	3,0	53,1	3,6	64,3	8,2	-10,3	4,4	58,8	3,3
2011 I	58,9	27,3	-16,0	2,3	40,5	4,9	54,2	16,9	-1,0	2,5	31,2	4,6
II	72,4	16,6	-0,6	2,5	46,7	7,3	40,9	5,4	-4,9	-0,5	35,1	5,8
2011 Abr	68,7	14,9	-1,1	5,5	43,2	6,2	49,3	4,8	-1,1	2,7	38,8	4,0
May	90,5	26,3	-2,7	4,4	53,0	9,5	25,0	3,9	-15,7	-0,6	28,3	9,1
Jun	58,0	8,5	1,8	-2,5	44,0	6,2	48,3	7,6	2,0	-3,7	38,1	4,3
Jul	-7,0	0,8	10,2	1,3	-16,4	-2,9	31,7	0,1	6,4	1,3	23,4	0,5

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

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



Fuente: BCE.

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

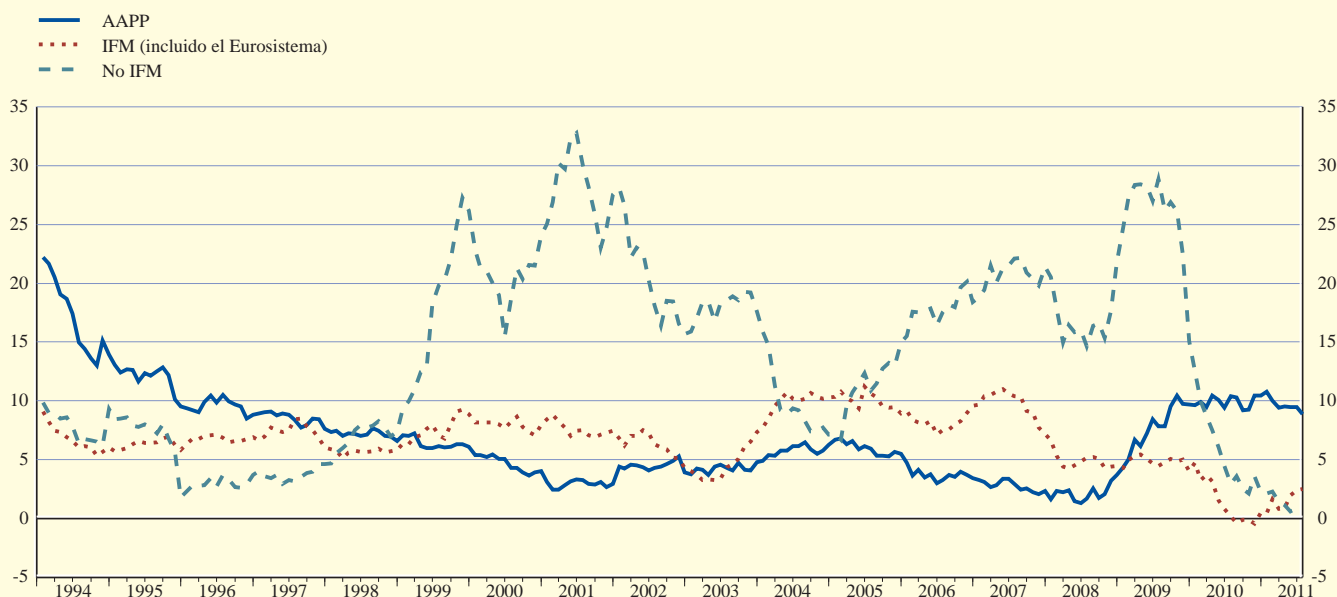
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

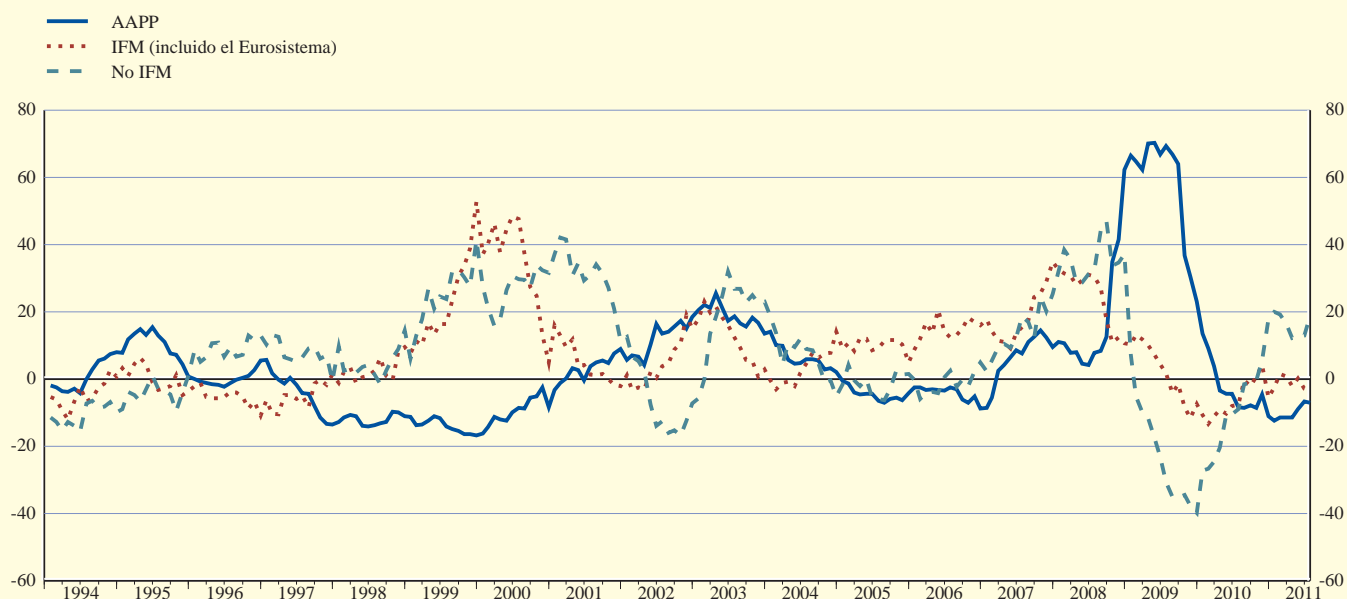
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

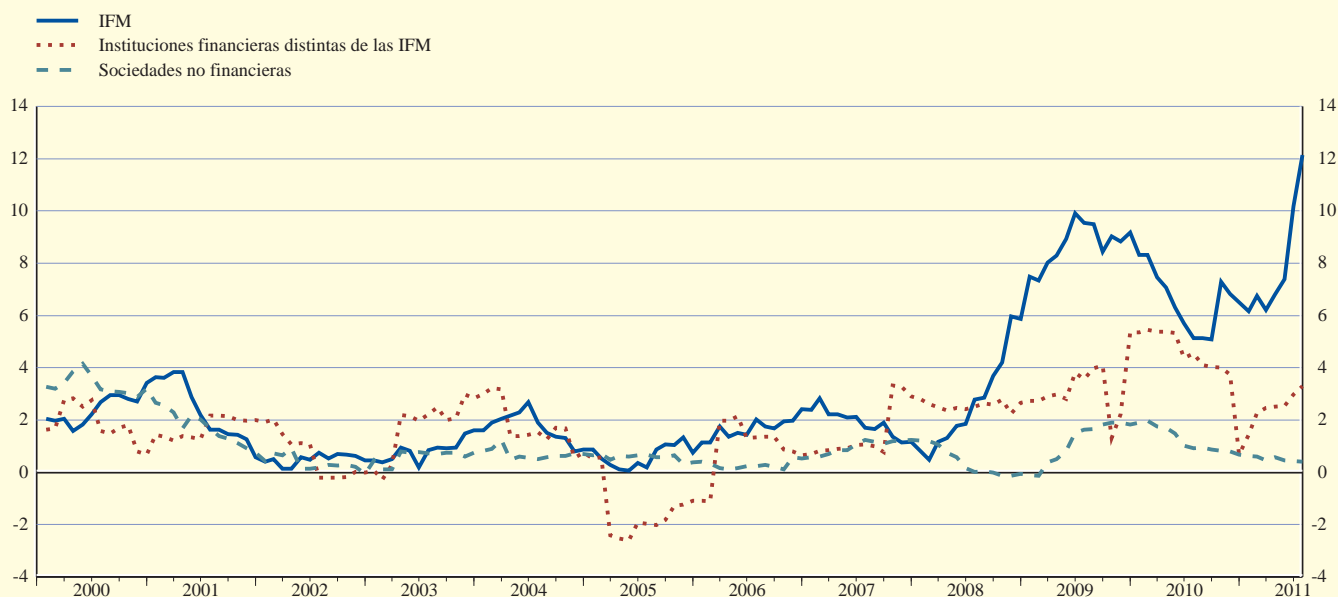
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Jul	3.842,8	102,0	2,7	505,7	9,6	302,5	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3.149,8	1,6
Sep	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3.268,3	1,8
Oct	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3.173,5	1,9
Nov	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
Dic	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.494,2	1,8
2010 Ene	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,9	1,9
Feb	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,5	2,0
Mar	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.566,0	1,8
Abr	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,5	1,7
May	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.325,4	1,5
Jun	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.293,2	1,0
Jul	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,8	0,9
Ago	4.121,7	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.328,0	0,9
Sep	4.345,8	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.532,1	0,9
Oct	4.531,5	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,6	0,8
Nov	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.659,4	0,8
Dic	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,2	0,7	3.804,3	0,7
2011 Ene	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.880,2	0,6
Feb	4.846,3	104,6	1,4	535,0	6,8	378,9	2,3	3.932,4	0,6
Mar	4.767,8	104,7	1,2	491,7	6,2	363,2	2,5	3.913,0	0,5
Abr	4.910,5	104,9	1,4	497,5	6,8	371,5	2,5	4.041,5	0,6
May	4.796,3	104,9	1,3	475,9	7,4	356,2	2,5	3.964,2	0,4
Jun	4.741,1	105,3	1,6	475,4	10,2	350,5	3,0	3.915,2	0,4
Jul	4.523,1	105,6	1,8	458,8	12,2	325,5	3,3	3.738,8	0,4

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

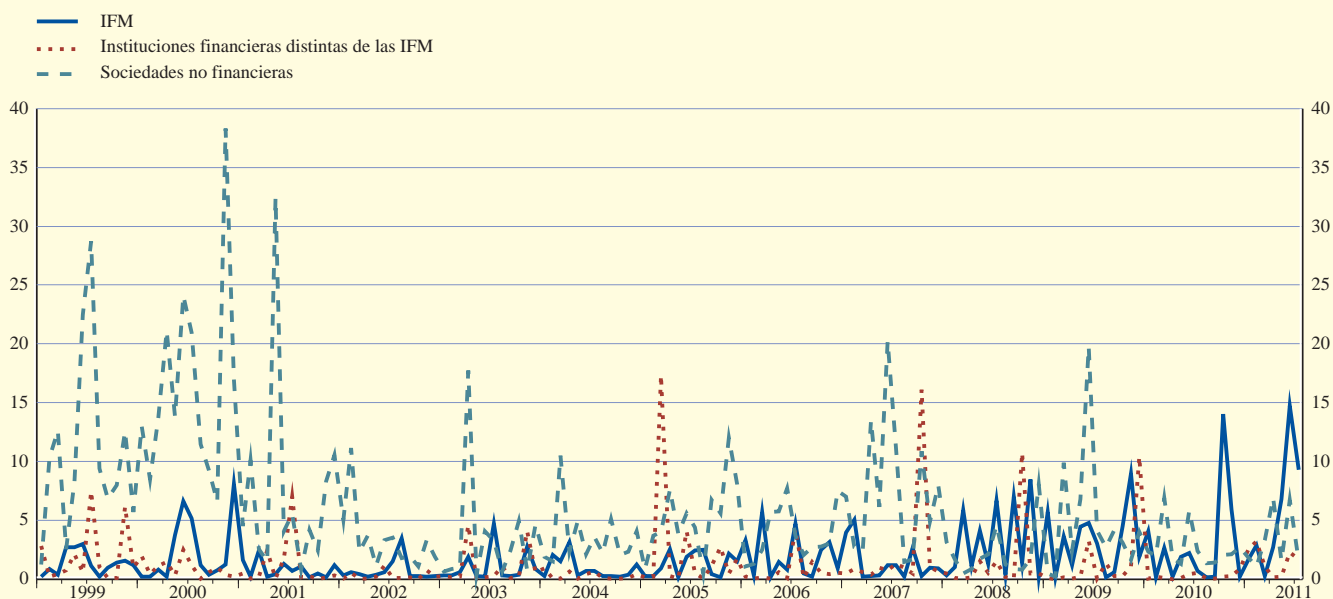
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

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

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo			
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010 Sep	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71
Oct	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,49	1,18	2,36	2,53	0,94
Nov	0,44	2,33	2,65	2,67	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
Dic	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07
2011 Ene	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02
Feb	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
Mar	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
Abr	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
May	0,49	2,52	2,93	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
Jun	0,49	2,58	3,25	3,14	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
Jul	0,52	2,74	3,16	3,09	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
Ago	0,54	2,74	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,70	2,99	1,42

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado ³⁾	Crédito al consumo				TAE ⁴⁾	Préstamos para adquisición de vivienda				TAE ⁴⁾	Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación del tipo inicial		
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años			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	
2010 Sep	8,09	16,56	5,52	6,18	7,87	7,33	2,75	3,56	3,84	3,74	3,62	3,13	4,33	3,90	
Oct	8,01	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04	
Nov	8,01	16,59	5,39	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97	
Dic	8,00	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96	
2011 Ene	8,05	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08	
Feb	8,08	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30	
Mar	8,03	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
Abr	8,11	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53	
May	8,17	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
Jun	8,22	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
Jul	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
Ago	8,31	17,10	5,33	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	4,04	4,96	4,39	

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010 Sep	3,91	3,70	4,02	4,29	4,58	4,05	3,71	2,20	2,56	2,63	2,88	3,42	3,61
Oct	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
Nov	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
Dic	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,54	3,48
2011 Ene	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
Feb	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
Mar	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
Abr	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
May	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
Jun	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
Jul	4,42	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Ago	4,49	4,44	4,93	4,85	5,03	4,57	4,35	2,80	3,56	3,70	3,98	3,87	4,06

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, coinciden las nuevas operaciones y los saldos vivos. Fin de período. A partir de junio de 2010 puede que los datos no sean plenamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista	A plazo		Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Sep	0,43	2,19	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
Oct	0,43	2,22	2,70	1,54	1,82	0,49	1,68	3,07	1,29
Nov	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33
Dic	0,43	2,28	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50
2011 Ene	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55
Feb	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59
Mar	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65
Abr	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72
May	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
Jun	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Jul	0,52	2,53	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,59	2,77	1,77	1,93	0,68	2,11	3,14	1,96

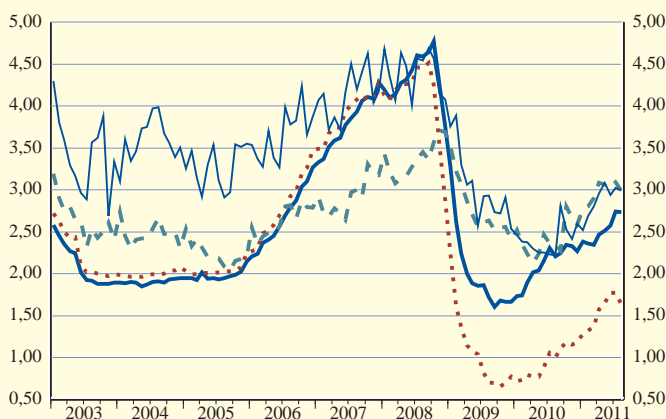
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares						Préstamos a sociedades no financieras		
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo		
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Sep	3,83	3,88	3,83	7,89	6,45	5,21	3,42	3,29	3,37
Oct	3,80	3,86	3,82	7,86	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
Nov	3,77	3,86	3,84	7,72	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
Dic	3,73	3,83	3,81	7,71	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 Ene	3,71	3,80	3,80	7,82	6,40	5,17	3,60	3,44	3,42
Feb	3,68	3,81	3,82	7,85	6,43	5,20	3,64	3,47	3,47
Mar	3,72	3,80	3,84	7,89	6,40	5,19	3,68	3,49	3,48
Abr	3,82	3,78	3,84	7,91	6,43	5,23	3,77	3,59	3,54
May	3,81	3,78	3,85	7,88	6,38	5,23	3,84	3,64	3,56
Jun	3,87	3,78	3,86	7,92	6,45	5,28	3,92	3,73	3,63
Jul	4,02	3,79	3,90	8,01	6,42	5,29	3,99	3,80	3,69
Ago	4,06	3,78	3,89	8,05	6,42	5,30	4,05	3,84	3,72

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

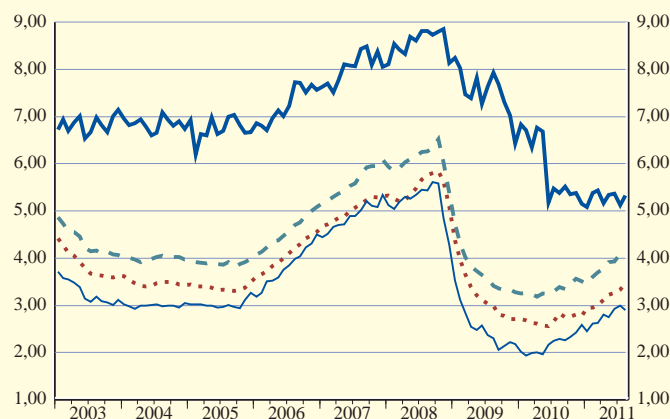
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

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



Fuente: BCE

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

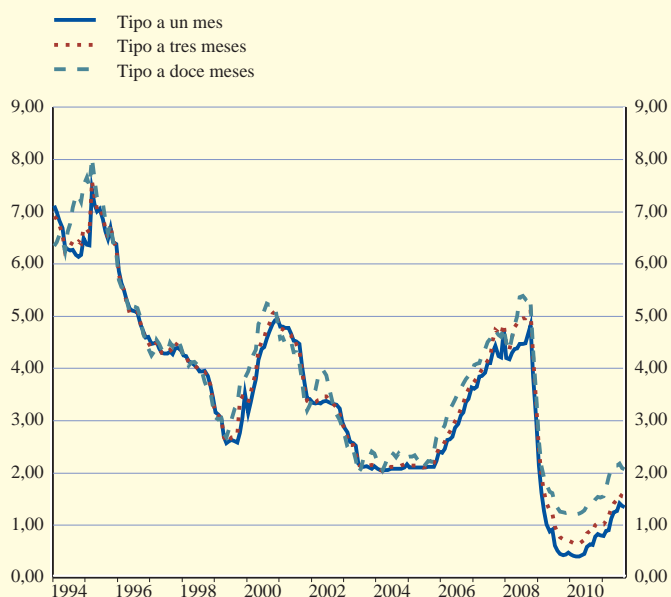
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) 2	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) 3	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) 4	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2010 III	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
IV	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 I	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
II	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
III	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
2010 Sep	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
Oct	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
Nov	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
Dic	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 Ene	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Feb	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
Mar	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
Abr	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
May	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Jun	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Jul	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Ago	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sep	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19

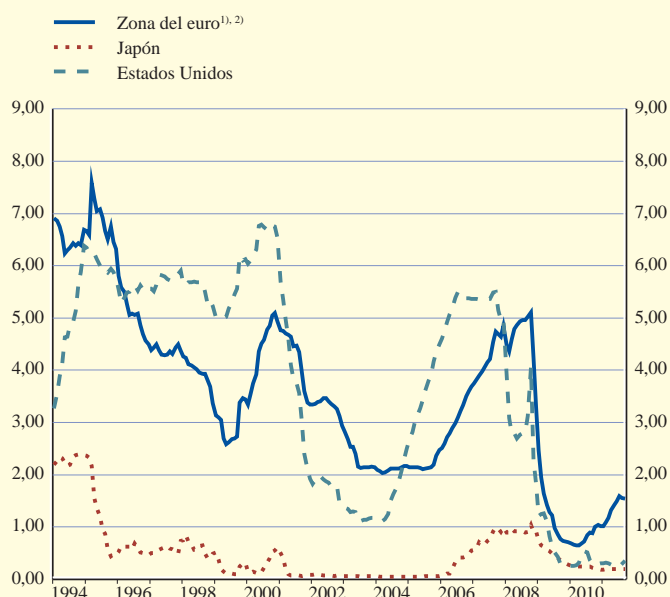
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

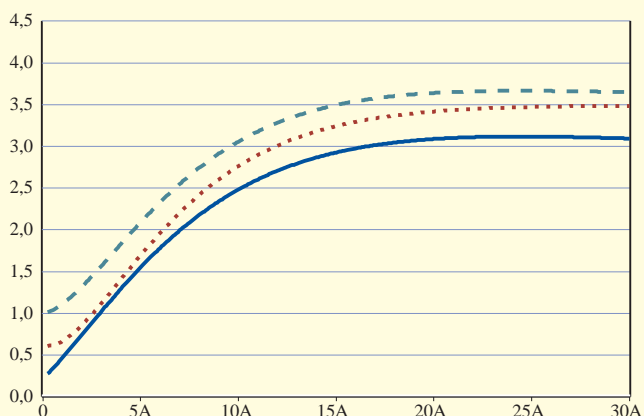
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2010 II	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
2010 III	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
2010 IV	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 I	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
2011 II	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
2010 Sep	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
2010 Oct	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
2010 Nov	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
2010 Dic	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Ene	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
2011 Feb	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
2011 Mar	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
2011 Abr	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
2011 May	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
2011 Jun	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
2011 Jul	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
2011 Ago	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
2011 Sep	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79

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

(porcentaje; fin de período)

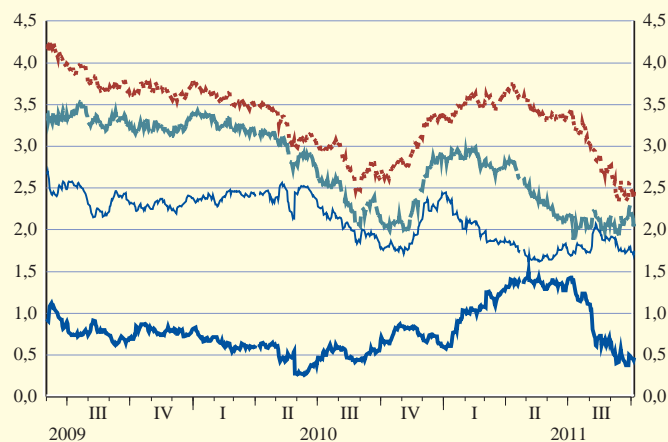
— Septiembre 2011
 Agosto 2011
 - - - Julio 2011



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

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

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



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

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

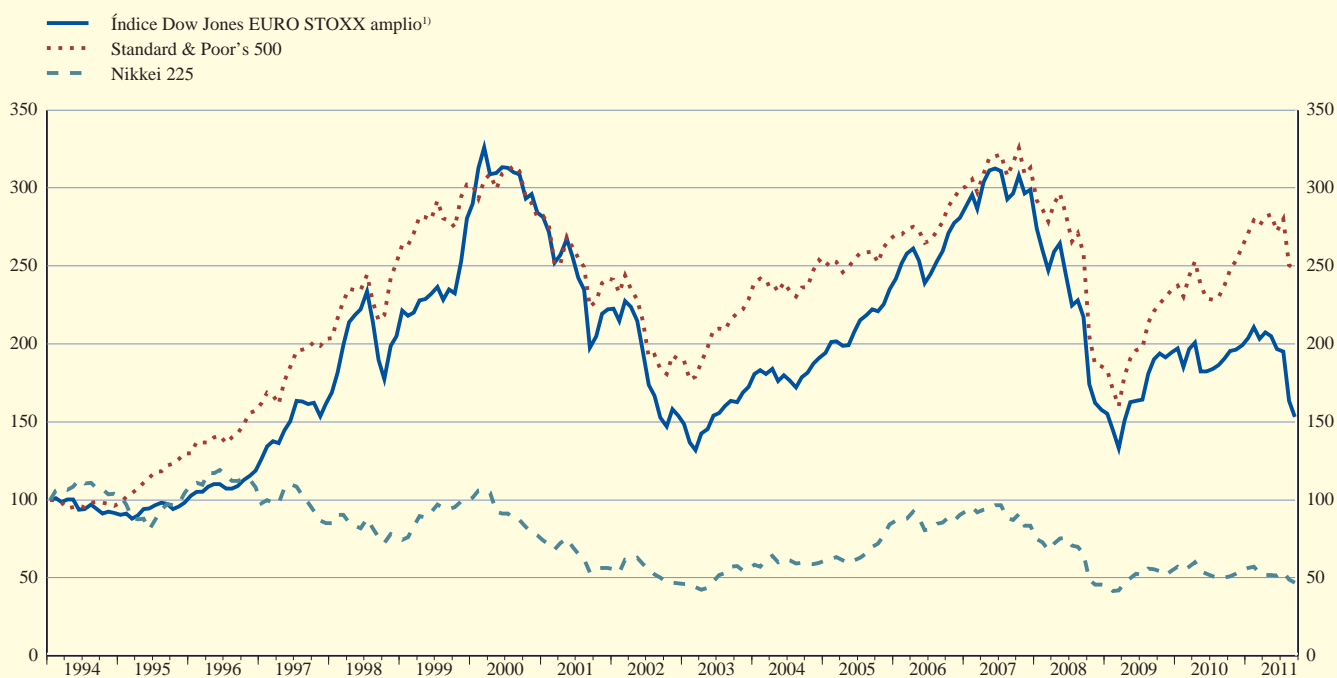
4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2010 III	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
IV	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2011 I	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
II	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
III	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
2010 Sep	264,6	2.766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1.122,1	9.346,7
Oct	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
Nov	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
Dic	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 Ene	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
Feb	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3
Mar	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
Abr	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
May	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
Jun	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5
Jul	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
Ago	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9
Sep	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4

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

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

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

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 2011	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2010 II	0,9	0,8	1,0	2,4	0,5	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
III	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5
IV	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 I	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
II	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
2011 Mar	2,4	2,5	2,2	4,0	0,9	13,0	1,8	1,3	2,3	-0,6	1,5	2,2
Abr	2,2	2,8	1,4	4,0	1,0	12,5	1,8	1,4	3,2	-0,9	2,2	2,2
May	2,8	3,2	2,4	3,6	1,0	11,1	1,9	1,4	3,1	-1,0	1,7	2,1
Jun	2,7	3,1	2,0	3,5	0,9	10,9	1,9	1,5	3,4	-1,2	2,2	2,0
Jul	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0
Ago	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	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 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,2	4,8
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,9
2010 II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,3	1,7
III	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,7
IV	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,9
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,2
II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,4	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	.
2011 Mar	117,6	6,8	6,7	4,6	8,1	1,4	2,8	1,8	3,0	13,0	-	-
Abr	118,6	6,8	6,3	4,5	7,3	1,4	3,4	2,0	3,5	13,2	-	-
May	118,4	6,2	5,6	4,2	6,6	1,2	3,5	1,9	3,8	11,8	-	-
Jun	118,4	5,9	5,5	4,1	6,3	1,4	3,4	1,8	3,7	10,7	-	-
Jul	118,9	6,1	5,8	4,1	6,1	1,6	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-
Ago	118,8	5,9	5,5	3,9	5,7	1,6	3,3	2,0	3,5	11,5	-	-

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

	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB ¹⁾				Expor- taciones ⁶⁾	Impor- taciones ⁶⁾	
		Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	104,2	2,3	2,2	2,2	1,8	2,5	1,6	1,2	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,5	2,7	2,7	2,3	2,4	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,2	1,9	-0,5	-3,4	-5,9	
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,1	1,8	0,9	1,0	4,1	5,1	
2010 II	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	107,8	0,7	1,2	1,8	1,1	1,1	4,3	5,8	
III	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	108,3	1,1	1,4	2,0	0,5	1,6	5,3	6,5	
IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,3	1,0	1,5	2,1	0,7	1,6	5,2	6,6	
2011 I	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,8	1,3	2,0	2,5	0,5	2,1	6,3	8,3	
II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,3	1,3	1,9	2,5	0,8	1,6	4,5	5,9	
2011 Abr	85,1	15,1	37,7	6,5	17,5	35,8	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
May	79,8	11,1	28,6	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jun	79,1	8,7	21,2	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jul	81,7	7,6	18,7	2,9	9,5	15,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ago	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
Sep	79,8	0,1	9,7	-3,9	-2,8	-3,1	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	

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

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

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

3) Brent (para entrega en un mes).

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

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

(datos desestacionalizados)

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

5. Índices de costes laborales ³⁾

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

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

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

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. PIB y componentes del gasto

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

2. Valor añadido por ramas de actividad

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

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

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matrículas de automóviles	
	Industria manufacturera ¹⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ²⁾	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar			
% del total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	112,6	-5,9	116,9	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,0	-22,7	95,4	-18,6	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,2	17,4	104,8	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,6	843	-8,5
2010 III	105,3	16,3	105,6	10,1	2,1	102,8	1,7	0,4	2,9	5,6	1,1	798	-16,4
IV	107,4	18,1	109,2	12,1	1,4	102,6	0,9	0,2	1,5	1,5	-0,2	850	-11,1
2011 I	111,5	18,5	113,8	14,3	1,0	102,6	0,3	-1,1	1,1	-0,2	1,7	862	-3,1
II	114,3	12,0	114,5	9,8	1,1	102,3	-0,2	-0,5	-0,1	1,7	-1,2	827	-1,8
2011 Mar	112,4	14,5	113,7	11,5	-0,2	102,1	-1,2	-1,8	-0,9	-3,1	-1,0	864	-4,5
Abr	112,0	11,7	115,4	9,7	2,8	102,7	1,5	1,5	1,4	4,5	1,7	829	-0,2
May	116,1	13,9	115,2	18,0	-0,3	101,8	-1,7	-2,9	-1,0	-0,7	-2,7	826	-1,1
Jun	114,8	10,6	112,9	2,6	0,8	102,4	-0,3	-0,2	-0,6	1,3	-2,6	827	-3,8
Jul	112,3	8,4	115,4	7,5	1,0	102,5	0,1	-2,3	1,6	2,3	1,3	816	2,2
Ago	.	.	.	.	0,5	102,0	-0,9	-0,2	-1,3	.	.	819	6,1
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2011 Abr	-	-0,4	-	1,5	0,7	-	0,6	0,7	0,4	2,3	0,9	-	-4,1
May	-	3,7	-	-0,2	-0,9	-	-0,9	-1,1	-0,7	-2,5	-1,6	-	-0,4
Jun	-	-1,1	-	-2,0	0,7	-	0,6	0,8	0,5	1,5	0,3	-	0,1
Jul	-	-2,1	-	2,2	0,0	-	0,1	-0,7	0,5	1,6	1,2	-	-1,3
Ago	-	.	-	.	-0,3	-	-0,5	0,1	-0,6	.	.	-	0,4

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

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	76,9	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 III	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,6	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
IV	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,1	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 I	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,9	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
II	105,7	4,3	-1,3	-0,9	13,4	81,3	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9
III	98,8	-2,6	-8,5	4,5	5,3	.	-15,6	-7,3	-21,6	23,8	-9,6
2011 Abr	106,1	5,6	0,1	-1,4	15,4	81,6	-11,6	-7,3	-14,4	16,6	-8,1
May	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4
Jun	105,4	3,5	-1,4	0,1	12,0	-	-9,7	-5,8	-11,1	13,7	-8,2
Jul	103,0	0,9	-4,7	2,5	9,8	80,9	-11,2	-6,0	-14,2	16,1	-8,3
Ago	98,4	-2,7	-9,0	5,0	5,9	-	-16,5	-7,2	-23,4	25,5	-10,0
Sep	95,0	-5,9	-11,8	5,9	0,2	-	-19,1	-8,8	-27,2	29,8	-10,6

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 III	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,6
IV	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 I	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
II	-24,2	-32,2	-16,1	-2,3	-0,9	9,9	4,0	9,9	7,6	10,3	11,8
III	-24,6	-32,6	-16,5	-7,4	-6,6	13,0	-2,5	3,9	0,7	4,3	6,6
2011 Abr	-24,3	-33,6	-15,1	-1,8	-2,0	9,0	5,5	10,3	7,4	10,2	13,4
May	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
Jun	-23,5	-30,4	-16,5	-2,6	0,5	10,0	1,9	10,1	8,5	10,8	11,1
Jul	-24,3	-31,3	-17,2	-3,6	-2,4	10,5	2,2	7,9	5,3	7,9	10,5
Ago	-23,4	-32,1	-14,6	-8,7	-7,3	13,7	-5,1	3,7	0,1	4,0	6,9
Sep	-26,0	-34,3	-17,7	-9,8	-10,2	14,7	-4,6	0,0	-3,2	0,9	2,5

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

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

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

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

1. Empleo en términos de personas ocupadas

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

2. Empleo en términos de horas trabajadas

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

3. Horas trabajadas por persona ocupada

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

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

5.3 Mercado de trabajo

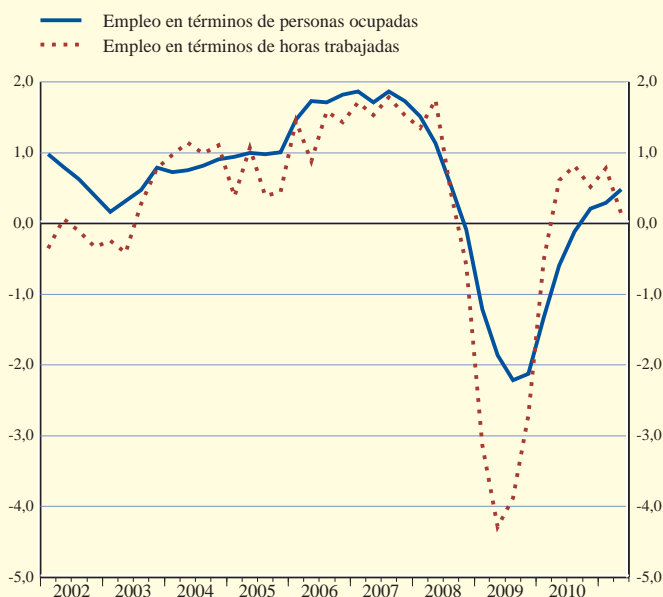
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

4. Desempleo y vacantes ¹⁾

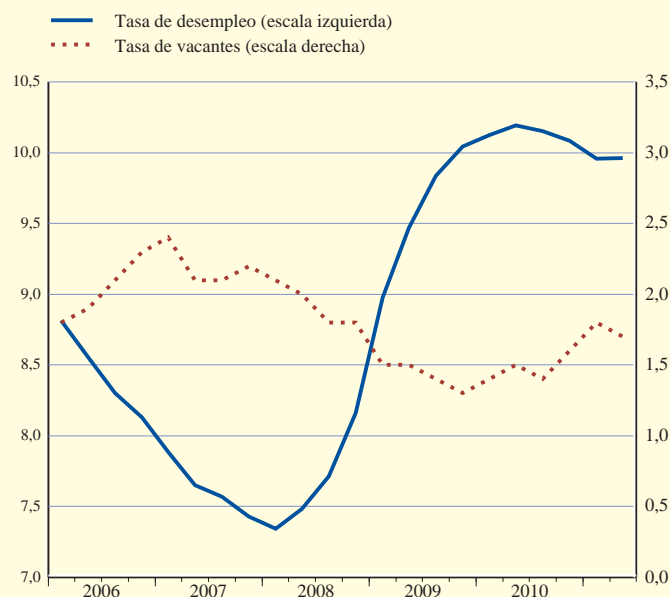
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,818	7,6	9,211	6,7	2,608	15,5	5,838	6,8	5,981	8,7	2,2
2008	12,017	7,7	9,328	6,7	2,689	16,1	6,077	7,0	5,940	8,5	1,9
2009	15,033	9,6	11,754	8,4	3,279	20,2	8,120	9,4	6,913	9,8	1,4
2010	15,941	10,1	12,663	8,9	3,278	20,9	8,604	10,0	7,338	10,3	1,5
2010 II	16,029	10,2	12,714	9,0	3,315	21,1	8,682	10,1	7,347	10,4	1,5
III	15,963	10,2	12,717	9,0	3,246	20,9	8,583	10,0	7,380	10,4	1,4
IV	15,861	10,1	12,651	8,9	3,211	20,7	8,493	9,9	7,369	10,4	1,6
2011 I	15,651	10,0	12,477	8,8	3,174	20,6	8,351	9,7	7,300	10,3	1,8
II	15,701	10,0	12,550	8,8	3,150	20,5	8,350	9,7	7,350	10,3	1,7
2011 Mar	15,624	9,9	12,440	8,8	3,183	20,6	8,331	9,7	7,292	10,2	-
Abr	15,657	9,9	12,507	8,8	3,150	20,4	8,335	9,7	7,321	10,3	-
May	15,719	10,0	12,558	8,8	3,161	20,5	8,368	9,7	7,351	10,3	-
Jun	15,726	10,0	12,586	8,8	3,140	20,5	8,347	9,7	7,379	10,3	-
Jul	15,777	10,0	12,634	8,9	3,143	20,5	8,358	9,7	7,419	10,3	-
Ago	15,739	10,0	12,609	8,8	3,129	20,4	8,311	9,6	7,428	10,3	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾



Fuente: Eurostat.

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

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

2. Zona del euro – Empleos

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	Admnes. Centrales	Admnes. Regionales	Admnes. Locales	Admnes. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2002	-2,6	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	11,9
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,4	12,1
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,2
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,0	5,0	5,1	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,2	-0,2	-0,2	0,6	1,0	20,5	10,1	5,2	5,3	2,0	2,2	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,1	10,8	5,6	5,8	2,1	2,3	8,8	13,4
2010	-6,0	-4,9	-0,7	-0,3	-0,1	-3,2	21,9	10,6	5,6	5,8	2,0	2,3	8,6	13,3

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

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	-0,3	0,3	2,5	0,1	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	-0,1	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,8	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,5	0,6	-0,9	-3,5	-1,8	-2,1	4,2
2009	-5,9	-3,0	-1,7	-14,3	-15,4	-11,1	-7,5	-5,4	-6,0	-0,9	-3,7	-5,5	-4,1	-10,1	-6,0	-8,0	-2,6
2010	-4,1	-3,3	0,1	-32,4	-10,5	-9,2	-7,0	-4,6	-5,3	-1,7	-3,6	-5,4	-4,6	-9,1	-5,6	-7,9	-2,5

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

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

6.2 Deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				
						Total	IFM	Otras sociedades financieras			Resto de sectores
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	48,9	42,4	20,8	11,2	10,4	25,7
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,6	26,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	28,8
2004	69,4	2,2	12,0	5,0	50,3	39,1	18,9	11,1	9,1	30,4
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	37,4	18,1	11,2	8,0	32,9
2006	68,5	2,4	11,8	4,1	50,2	35,4	18,4	9,3	7,7	33,1
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	33,1	17,1	8,6	7,4	33,1
2008	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6	33,1	17,8	7,9	7,4	36,9
2009	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0	37,1	20,6	8,9	7,6	42,4
2010	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7	40,9	24,1	10,1	6,7	44,4

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,5	27,9	66,7	1,4
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,2
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,8
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,5	56,2	6,5	5,4	0,5	7,5	61,1	4,3	14,4	24,1	30,0	68,0	0,5
2007	66,3	53,5	6,2	5,2	1,4	7,1	59,2	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,0	56,8	6,6	5,2	1,3	9,9	60,1	4,9	18,7	23,1	28,2	69,3	0,7
2009	79,5	64,5	7,6	5,7	1,7	11,8	67,7	5,0	21,0	26,6	31,9	78,7	0,8
2010	85,3	69,4	8,3	5,8	1,9	12,8	72,4	5,4	22,2	28,7	34,4	84,5	0,8

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,4	36,1	63,9	103,6	58,3	6,7	62,0	45,3	60,7	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,4	110,7	39,8	67,7	106,3	48,3	13,6	61,5	58,2	63,8	71,6	21,9	27,8	34,1
2009	96,2	73,5	7,2	65,6	127,1	53,3	78,3	116,1	58,0	14,6	67,6	60,8	69,6	83,0	35,2	35,4	43,8
2010	96,8	83,2	6,6	96,2	142,8	60,1	81,7	119,0	60,8	18,4	68,0	62,7	72,3	93,0	38,0	41,0	48,4

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

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

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

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

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-17 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2005 I	42,4	41,9	10,0	13,0	15,3	2,1	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,5	43,9	11,6	13,2	15,1	2,2	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,6	42,9	11,1	13,0	15,1	2,1	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	48,4	47,6	13,3	14,2	16,1	2,2	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 I	42,8	42,4	10,3	13,3	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	39,0
II	45,6	45,1	12,2	13,5	15,1	2,2	1,3	0,5	0,3	41,1
III	43,8	43,3	11,6	12,9	15,1	2,1	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	48,7	48,1	14,0	14,3	15,8	2,2	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,5	42,2	10,3	13,5	14,7	2,0	0,9	0,4	0,3	38,7
II	45,8	45,4	12,7	13,5	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,4
III	43,8	43,3	12,2	12,8	14,8	2,1	0,7	0,5	0,3	40,0
IV	49,0	48,4	14,4	14,2	15,7	2,3	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,7	42,4	10,7	12,9	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,7
II	45,3	44,9	12,6	12,8	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,3	43,0	11,9	12,4	15,0	2,1	0,8	0,4	0,3	39,6
IV	48,5	48,0	13,6	13,7	16,3	2,3	1,1	0,5	0,3	43,9
2009 I	42,6	42,5	10,3	12,5	15,5	2,3	1,1	0,2	0,2	38,5
II	44,8	44,2	11,5	12,6	15,6	2,3	1,4	0,6	0,5	40,2
III	42,7	42,4	11,0	12,3	15,4	2,2	0,7	0,3	0,3	39,0
IV	48,2	47,4	12,7	13,9	16,4	2,4	0,9	0,8	0,5	43,5
2010 I	42,2	42,0	10,1	12,4	15,4	2,3	0,9	0,2	0,3	38,2
II	44,7	44,2	11,5	12,9	15,3	2,4	1,3	0,5	0,3	40,0
III	43,1	42,8	10,9	12,9	15,2	2,2	0,7	0,3	0,3	39,3
IV	48,0	47,3	12,7	13,8	16,4	2,5	1,0	0,7	0,3	43,2
2011 I	42,4	42,2	10,3	12,7	15,2	2,3	0,9	0,2	0,3	38,5

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	Total 1	Remuneración de asalariados 2	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9	Transf. de capital 11				
										3			10
2005 I	47,2	43,5	10,2	4,7	3,1	25,5	21,8	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,3	43,0	10,2	5,0	3,2	24,7	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
III	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,1	0,8
IV	49,9	45,1	11,1	5,8	2,7	25,4	21,8	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,8	42,6	10,0	4,6	3,0	25,1	21,6	1,1	3,2	1,9	1,3	-3,0	0,0
II	45,7	42,5	10,2	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,5	1,4
IV	49,8	44,4	10,7	5,8	2,7	25,2	21,5	1,4	5,4	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007 I	44,7	41,5	9,8	4,5	2,9	24,3	20,9	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,8
II	44,9	41,7	9,9	4,9	3,2	23,7	20,8	1,1	3,2	2,3	0,9	0,9	4,1
III	44,6	41,2	9,5	4,8	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
IV	49,6	44,5	10,7	5,8	2,8	25,2	21,4	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 I	45,2	41,9	9,7	4,7	3,0	24,5	20,9	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
II	45,7	42,3	10,1	5,0	3,2	24,0	20,9	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,4	2,8
III	45,7	42,1	9,6	4,8	3,1	24,5	21,3	1,2	3,6	2,5	1,0	-2,3	0,8
IV	51,5	46,4	11,0	6,2	2,8	26,4	22,4	1,4	5,2	3,5	1,7	-3,1	-0,3
2009 I	49,1	45,7	10,5	5,3	2,9	26,9	23,0	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,5	-3,6
II	50,5	46,4	10,9	5,5	3,0	27,0	23,4	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,7	-2,7
III	49,6	45,7	10,3	5,3	2,9	27,2	23,6	1,4	3,9	2,7	1,2	-6,8	-4,0
IV	54,4	49,0	11,6	6,5	2,6	28,4	24,1	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,3	-3,7
2010 I	50,2	46,6	10,6	5,2	2,8	28,1	23,8	1,4	3,6	2,0	1,5	-8,0	-5,2
II	49,3	45,9	10,7	5,5	2,9	26,8	23,3	1,3	3,4	2,4	1,2	-4,7	-1,8
III	49,2	45,1	10,1	5,2	2,8	27,0	23,3	1,3	4,1	2,4	1,7	-6,2	-3,4
IV	53,2	48,0	11,2	6,4	2,7	27,8	23,8	1,5	5,2	3,1	2,1	-5,2	-2,5
2011 I	48,2	45,4	10,2	5,1	2,9	27,3	23,2	1,3	2,8	1,9	0,9	-5,8	-3,0

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero ²⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2008 II	67,5	2,2	11,4	4,9	49,0
III	67,6	2,1	11,3	5,5	48,7
IV	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6
2009 I	73,7	2,3	11,7	7,9	51,8
II	76,8	2,4	12,1	8,4	53,9
III	78,6	2,4	12,3	9,2	54,8
IV	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0
2010 I	81,2	2,4	12,7	8,4	57,7
II	82,5	2,4	13,2	8,1	58,8
III	82,6	2,4	13,2	8,2	58,9
IV	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7
2011 I	86,2	2,4	15,5	7,7	60,7

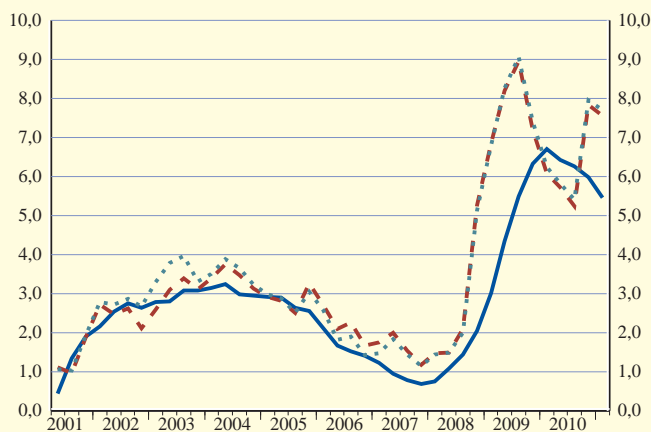
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Déficit (-) / superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2008 II	3,8	-0,4	3,3	4,0	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,7	3,7
III	2,0	-2,3	-0,3	-0,7	-1,5	0,0	0,3	0,5	0,4	0,0	1,6
IV	9,1	-3,1	6,1	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,1	0,4	9,0
2009 I	12,8	-6,5	6,3	6,8	5,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	0,0	13,3
II	9,1	-5,7	3,3	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,5	9,4
III	4,9	-6,8	-2,0	-2,8	-3,2	0,6	0,0	-0,2	0,2	0,6	4,6
IV	2,3	-6,3	-3,9	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,2	2,6
2010 I	8,2	-8,0	0,2	0,8	0,9	0,0	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	8,5
II	7,6	-4,7	2,9	3,2	1,9	1,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	7,7
III	3,0	-6,2	-3,2	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,3	3,0
IV	12,4	-5,2	7,2	8,0	0,8	1,6	5,7	-0,1	0,0	-0,8	12,4
2011 I	7,1	-5,8	1,3	0,9	2,2	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	0,8	7,5

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

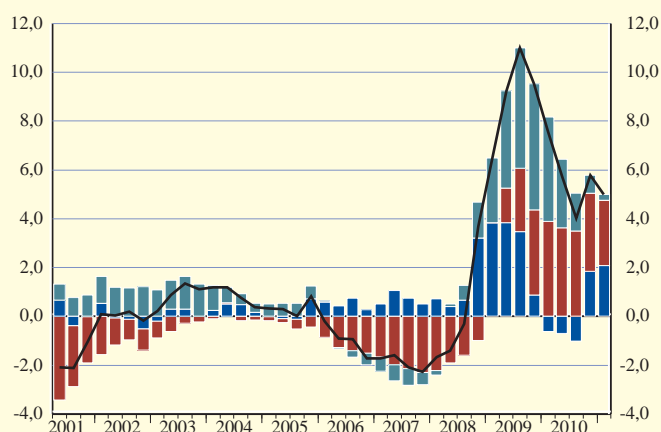
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-17. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

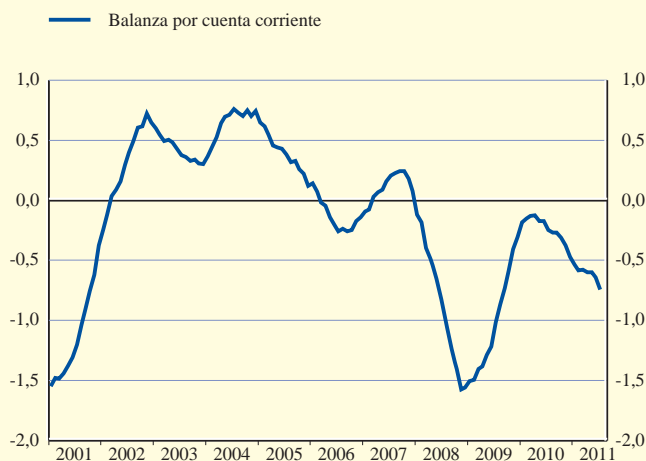
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-142,4	-22,5	41,1	-63,3	-97,7	9,2	-133,2	141,5	-236,0	283,3	-82,9	180,5	-3,4	-8,3
2009	-25,7	37,5	33,8	-6,4	-90,6	6,6	-19,1	10,0	-109,4	270,7	37,2	-193,1	4,6	9,2
2010	-40,4	19,5	41,1	-0,5	-100,6	6,6	-33,8	46,6	-46,6	135,2	8,7	-40,6	-10,2	-12,8
2010 II	-18,6	3,3	11,7	-14,8	-18,8	1,7	-16,9	25,4	-29,8	93,7	1,9	-41,4	1,0	-8,5
III	-6,2	8,2	14,6	1,4	-30,4	1,0	-5,1	3,9	-30,8	-17,1	2,4	54,3	-5,0	1,3
IV	2,2	6,4	10,4	1,7	-16,3	1,4	3,6	1,3	59,2	33,6	1,7	-91,7	-1,6	-4,9
2011 I	-30,9	-12,5	7,0	9,2	-34,6	3,0	-27,9	12,8	-11,5	133,3	-4,0	-93,9	-11,1	15,1
II	-28,3	-1,6	13,9	-20,1	-20,4	0,9	-27,4	26,9	-25,7	187,0	5,4	-144,2	4,3	0,5
2010 Jul	5,5	7,2	5,4	2,3	-9,4	1,4	6,9	0,4	-0,6	-25,1	-1,4	30,7	-3,1	-7,4
Ago	-7,1	-3,8	4,0	2,5	-9,8	0,3	-6,8	2,3	-26,9	0,3	4,7	25,8	-1,6	4,6
Sep	-4,6	4,8	5,2	-3,4	-11,2	-0,7	-5,2	1,2	-3,2	7,8	-1,0	-2,2	-0,2	4,1
Oct	3,1	6,0	2,9	2,9	-8,7	-1,2	1,9	1,3	-9,0	12,3	-4,8	3,1	-0,2	-3,2
Nov	-5,1	-0,5	3,4	-1,9	-6,1	0,6	-4,5	15,5	52,0	11,9	1,6	-50,0	0,0	-11,0
Dic	4,2	0,9	4,1	0,8	-1,5	2,0	6,2	-15,6	16,3	9,4	5,0	-44,9	-1,3	9,3
2011 Ene	-20,3	-14,3	2,7	0,3	-9,0	1,0	-19,2	14,4	15,4	-33,4	2,7	35,6	-5,9	4,8
Feb	-10,2	-1,1	2,6	3,5	-15,1	2,2	-8,0	-1,0	-35,4	98,6	-3,2	-62,0	1,0	9,0
Mar	-0,5	2,9	1,7	5,4	-10,5	-0,1	-0,6	-0,7	8,5	68,1	-3,6	-67,6	-6,1	1,3
Abr	-6,5	-3,5	3,0	0,5	-6,5	0,1	-6,4	2,0	-27,8	47,8	0,7	-24,6	5,9	4,4
May	-18,7	1,0	4,7	-18,2	-6,2	0,5	-18,2	18,6	-3,8	55,8	1,7	-31,8	-3,1	-0,4
Jun	-3,1	0,9	6,2	-2,4	-7,8	0,4	-2,7	6,2	5,9	83,5	3,0	-87,7	1,5	-3,5
Jul	-3,2	3,3	5,2	-1,4	-10,3	0,5	-2,7	3,5	2,4	-18,4	-4,6	25,0	-0,9	-0,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Jul	-71,8	-3,4	45,7	-11,5	-102,6	5,4	-66,4	47,8	-5,6	343,5	2,2	-281,2	-11,0	18,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Jul	-0,8	0,0	0,5	-0,1	-1,1	0,1	-0,7	0,5	-0,1	3,7	0,0	-3,0	-0,1	0,2

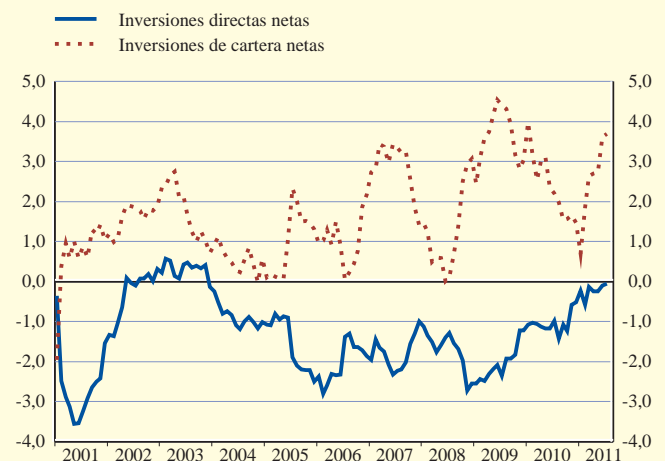
G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

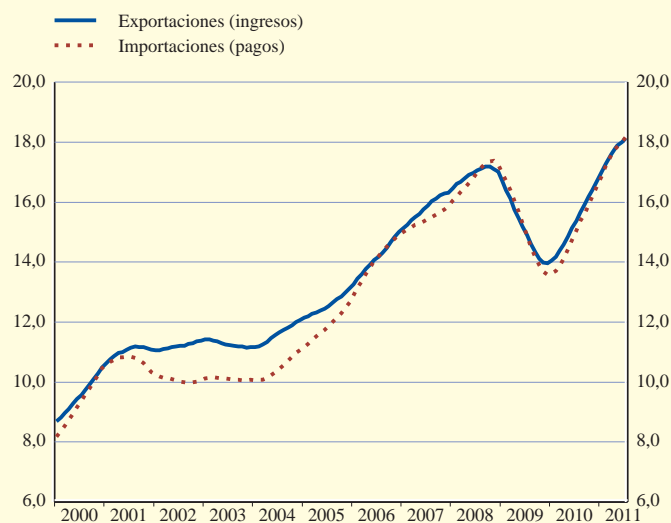
(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	2.720,2	2.862,6	-142,4	1.590,2	1.612,8	514,4	473,3	524,3	587,6	91,2	6,9	188,9	21,5	24,5	15,2
2009	2.292,9	2.318,6	-25,7	1.303,6	1.266,0	473,9	440,2	421,5	427,9	93,9	6,4	184,5	22,5	20,6	14,0
2010	2.597,7	2.638,2	-40,4	1.564,1	1.544,6	516,1	474,9	430,2	430,7	87,3	6,3	188,0	22,0	22,3	15,7
2010 II	647,3	665,8	-18,6	388,7	385,4	128,9	117,2	110,8	125,5	18,9	1,7	37,7	5,2	4,8	3,1
III	661,2	667,3	-6,2	403,2	395,0	138,5	123,9	103,9	102,5	15,6	1,7	46,0	5,8	4,8	3,8
IV	700,7	698,5	2,2	422,1	415,7	135,4	125,0	112,1	110,4	31,1	1,6	47,5	6,0	7,2	5,7
2011 I	680,5	711,5	-30,9	424,0	436,5	123,0	116,0	108,9	99,7	24,7	1,5	59,3	5,5	5,7	2,7
II	707,9	736,2	-28,3	438,4	440,0	131,8	117,9	119,1	139,2	18,6	.	39,1	.	3,8	2,9
2011 May	243,8	262,5	-18,7	151,4	150,3	44,8	40,1	40,6	58,8	7,1	.	13,3	.	1,4	0,9
Jun	239,5	242,6	-3,1	145,6	144,7	46,1	39,9	42,2	44,6	5,6	.	13,3	.	1,3	1,0
Jul	236,0	239,2	-3,2	147,8	144,4	47,2	41,9	35,8	37,2	5,3	.	15,6	.	1,4	1,0
	Datos desestacionalizados														
2010 IV	673,1	690,7	-17,6	408,7	409,6	131,8	121,2	109,3	112,8	23,3	.	47,1	.	.	.
2011 I	700,4	716,4	-15,9	431,8	437,9	134,0	121,4	111,5	109,0	23,0	.	48,0	.	.	.
II	705,0	723,1	-18,1	438,3	438,5	131,7	119,7	114,4	117,2	20,6	.	47,7	.	.	.
2011 May	237,0	242,6	-5,6	147,5	144,4	44,3	40,1	38,8	42,9	6,5	.	15,3	.	.	.
Jun	232,8	239,9	-7,1	143,9	143,4	43,9	39,3	38,7	40,3	6,3	.	16,9	.	.	.
Jul	232,2	245,2	-12,9	144,0	147,5	43,7	40,4	37,2	40,7	7,3	.	16,5	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Jul	2.750,7	2.820,0	-69,3	1.690,2	1.693,8	527,9	481,8	443,3	453,2	89,3	.	191,3	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Jul	29,5	30,3	-0,7	18,1	18,2	5,7	5,2	4,8	4,9	1,0	.	2,1	.	.	.

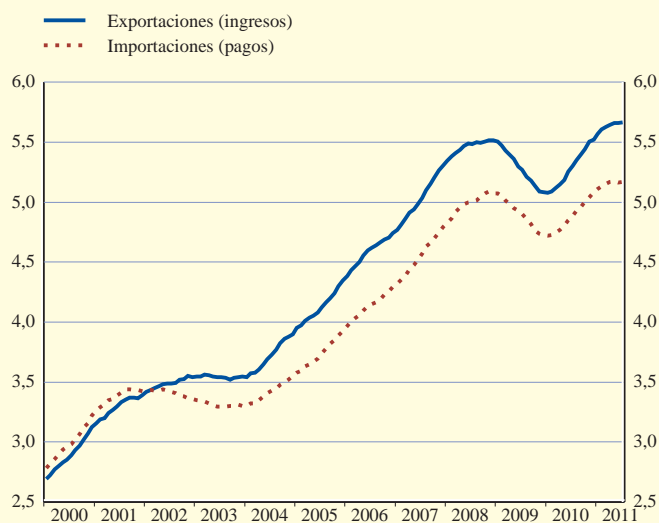
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	21,1	13,1	503,2	574,5	141,1	-5,2	115,8	17,8	31,3	26,7	39,3	111,1	119,1	128,5	172,4	192,3
2009	21,9	13,8	399,6	414,1	145,6	16,2	98,6	12,0	24,9	24,2	27,4	77,2	98,7	120,8	102,9	93,4
2010	23,2	14,0	407,0	416,6	173,8	-3,0	117,2	17,6	22,8	20,1	29,9	86,1	97,7	122,8	82,8	70,6
2010 I	5,8	2,7	97,6	89,6	42,6	2,7	25,9	5,8	5,5	4,4	6,0	12,3	23,1	30,2	20,5	16,8
II	5,5	3,3	105,3	122,3	44,9	-8,9	28,7	-3,5	5,8	5,2	9,8	39,5	24,3	31,7	20,5	17,2
III	5,5	3,9	98,4	98,5	40,8	9,5	28,8	7,9	5,3	4,7	7,6	17,0	24,9	31,3	19,8	16,7
IV	6,3	4,1	105,7	106,2	45,5	-6,3	33,7	7,4	6,3	5,8	6,6	17,4	25,4	29,6	22,0	19,8
2011 I	5,9	2,7	103,0	97,0	43,8	7,6	29,6	17,5	6,0	4,2	7,0	14,5	25,2	30,3	21,0	18,4

3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

II 2010 a I 2011	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Ingresos																
Cuenta corriente	2.689,7	888,8	49,4	83,0	415,8	280,3	60,4	49,5	36,1	125,4	38,6	57,3	98,5	202,7	353,3	839,6
Bienes	1.638,0	522,2	31,8	55,5	214,8	219,9	0,2	27,9	19,0	102,6	28,6	36,2	73,0	106,5	190,9	531,1
Servicios	525,8	165,1	10,6	14,0	104,7	29,5	6,4	8,4	7,9	16,3	7,4	12,9	16,9	53,1	77,3	160,5
Rentas	435,7	140,0	6,4	11,9	86,1	27,3	8,3	12,9	8,3	6,0	2,3	7,3	8,0	35,0	79,4	136,3
Rentas de la inversión	412,4	133,3	6,3	11,8	84,6	26,6	4,0	12,9	8,2	6,0	2,3	7,2	8,0	24,2	77,6	132,7
Transferencias corrientes	90,3	61,4	0,6	1,5	10,2	3,6	45,5	0,3	0,8	0,4	0,3	0,9	0,6	8,0	5,7	11,7
Cuenta de capital	22,5	19,3	0,0	0,0	1,2	0,9	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	2,0
Pagos																
Cuenta corriente	2.743,1	837,1	42,9	79,0	361,6	253,7	99,7	-	31,1	-	-	95,3	-	176,2	355,6	-
Bienes	1.632,6	450,6	28,2	49,1	168,2	205,0	0,0	27,8	13,5	210,9	25,0	52,5	114,5	89,4	137,9	510,6
Servicios	482,1	137,4	7,8	12,0	84,3	33,2	0,2	5,1	6,5	12,9	5,4	10,1	10,7	43,7	100,8	149,6
Rentas	438,1	136,5	6,3	16,5	97,4	11,2	5,2	-	9,2	-	-	32,2	-	35,1	110,0	-
Rentas de la inversión	424,0	128,5	6,2	16,4	96,0	4,7	5,2	-	9,1	-	-	32,0	-	34,7	109,0	-
Transferencias corrientes	190,4	112,6	0,6	1,5	11,8	4,5	94,3	1,5	1,9	3,3	0,7	0,6	0,8	7,9	6,8	54,4
Cuenta de capital	15,3	2,1	0,0	0,1	1,1	0,3	0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	1,4	10,3
Neto																
Cuenta corriente	-53,4	51,7	6,4	3,9	54,2	26,6	-39,4	-	5,0	-	-	-38,0	-	26,5	-2,3	-
Bienes	5,4	71,7	3,5	6,4	46,6	14,9	0,2	0,1	5,6	-108,2	3,6	-16,3	-41,5	17,0	52,9	20,4
Servicios	43,7	27,7	2,8	2,0	20,4	-3,7	6,2	3,3	1,4	3,4	2,0	2,8	6,2	9,4	-23,5	10,9
Rentas	-2,4	3,5	0,1	-4,6	-11,3	16,1	3,1	-	-0,9	-	-	-24,9	-	-0,1	-30,6	-
Rentas de la inversión	-11,6	4,8	0,1	-4,6	-11,4	21,9	-1,2	-	-0,8	-	-	-24,8	-	-10,5	-31,4	-
Transferencias corrientes	-100,1	-51,2	0,0	0,1	-1,6	-0,8	-48,9	-1,1	-1,1	-2,8	-0,5	0,3	-0,1	0,2	-1,1	-42,7
Cuenta de capital	7,2	17,2	0,0	-0,1	0,1	0,7	16,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-8,4

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 y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ^{b)}			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	154,9	169,0	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.331,7	14.983,0	-1.651,3	144,1	162,0	-17,9	3.889,7	3.320,2	3.727,6	5.938,3	-29,8	5.370,1	5.724,4	374,2
2009	13.733,3	15.203,2	-1.469,9	153,6	170,0	-16,4	4.262,0	3.478,6	4.226,3	6.737,2	-45,4	4.830,9	4.987,5	459,6
2010 III	14.747,4	16.124,8	-1.377,4	161,8	177,0	-15,1	4.556,9	3.573,6	4.641,8	7.277,0	-55,4	5.051,8	5.274,3	552,2
2010 IV	15.167,6	16.355,1	-1.187,4	165,3	178,2	-12,9	4.698,0	3.723,2	4.839,7	7.369,5	-45,1	5.083,9	5.262,3	591,2
2011 I	15.093,2	16.316,5	-1.223,4	163,0	176,2	-13,2	4.668,4	3.720,6	4.805,8	7.463,7	-22,8	5.065,2	5.132,3	576,6
Variaciones de los saldos vivos														
2006	1.545,9	1.845,3	-299,4	18,0	21,5	-3,5	363,3	284,6	485,1	889,8	0,6	691,2	670,9	5,7
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-661,1	-283,8	-377,3	-7,1	-3,1	-4,1	163,0	98,3	-903,5	-599,7	-0,9	53,3	217,6	27,0
2009	401,6	220,2	181,4	4,5	2,5	2,0	372,4	158,3	498,7	798,8	-15,6	-539,2	-737,0	85,4
2010 IV	420,2	230,2	190,0	17,6	9,7	8,0	141,1	149,7	197,9	92,5	10,2	32,0	-12,0	39,0
2011 I	-74,5	-38,5	-36,0	-3,2	-1,7	-1,6	-29,5	-2,7	-34,0	94,1	22,3	-18,7	-130,0	-14,6
Transacciones														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	406,6	548,1	-141,5	4,4	5,9	-1,5	328,8	92,8	-7,2	276,1	82,9	-1,2	179,3	3,4
2009	-166,8	-156,8	-10,0	-1,9	-1,8	-0,1	325,3	215,9	84,3	355,0	-37,2	-534,6	-727,7	-4,6
2010	429,4	475,9	-46,6	4,7	5,2	-0,5	141,0	94,4	138,0	273,1	-8,7	148,9	108,4	10,2
2010 IV	39,8	41,0	-1,3	1,7	1,7	-0,1	-18,4	40,8	40,1	73,8	-1,7	18,2	-73,5	1,6
2011 I	166,2	178,9	-12,8	7,2	7,8	-0,6	65,9	54,4	23,9	157,1	4,0	61,3	-32,6	11,1
II	162,7	189,6	-26,9	6,9	8,0	-1,1	42,8	17,1	-14,9	172,2	-5,4	144,6	0,4	-4,3
2011 Mar	-28,0	-28,7	0,7	.	.	.	24,1	32,6	-19,0	49,0	3,6	-42,8	-110,3	6,1
Abr	149,7	151,7	-2,0	.	.	.	41,3	13,6	-5,0	42,8	-0,7	119,9	95,3	-5,9
May	132,8	151,4	-18,6	.	.	.	8,1	4,3	11,9	67,6	-1,7	111,3	79,5	3,1
Jun	-119,7	-113,5	-6,2	.	.	.	-6,7	-0,7	-21,8	61,7	-3,0	-86,7	-174,5	-1,5
Jul	-5,2	-1,8	-3,5	.	.	.	10,7	13,1	-5,9	-24,3	4,6	-15,5	9,5	0,9
Otros flujos														
2006	-182,3	123,3	-305,6	-2,1	1,4	-3,6	-54,7	26,2	-35,2	183,4	0,0	-96,9	-86,3	4,4
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.067,7	-831,9	-235,8	-11,5	-9,0	-2,5	-165,8	5,5	-896,3	-875,8	-83,8	54,5	38,3	23,7
2009	568,4	377,0	191,4	6,4	4,2	2,1	47,1	-57,6	414,4	443,9	21,6	-4,6	-9,3	89,9
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2006	-333,9	-258,4	-75,5	-3,9	-3,0	-0,9	-63,5	-8,1	-149,7	-129,0	.	-106,8	-121,4	-13,9
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-39,8	55,6	-95,3	-0,4	0,6	-1,0	-19,9	-9,6	6,7	47,9	.	-35,8	17,3	9,2
2009	-45,6	-50,1	4,5	-0,5	-0,6	0,1	-4,8	1,7	-28,5	-28,0	.	-9,8	-23,9	-2,5
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2006	292,1	322,6	-30,5	3,4	3,8	-0,4	44,6	19,5	230,1	303,1	0,0	.	.	17,4
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.030,0	-1.024,1	-5,9	-11,1	-11,1	-0,1	-154,4	-95,1	-813,4	-929,1	-83,8	.	.	21,5
2009	608,2	502,4	105,8	6,8	5,6	1,2	138,1	44,6	402,5	457,8	21,6	.	.	46,0
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2006	-140,5	59,1	-199,7	-1,6	0,7	-2,3	-35,8	14,7	-115,5	9,3	.	9,9	35,1	0,9
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	2,1	136,6	-134,5	0,0	1,5	-1,5	8,5	110,2	-89,7	5,4	.	90,4	21,0	-7,1
2009	5,9	-75,2	81,1	0,1	-0,8	0,9	-86,2	-103,9	40,4	14,1	.	5,2	14,6	46,4
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	2,9	3,6	-	.	.	.	8,9	2,9	-0,5	4,4	.	-0,1	3,3	1,0
2009	-1,3	-1,1	-	.	.	.	8,4	6,6	2,2	5,9	.	-10,0	-12,6	-1,2
2010 IV	3,1	3,1	-	.	.	.	3,2	2,7	3,1	3,9	.	3,1	2,1	2,0
2011 I	2,7	2,8	-	.	.	.	3,5	4,1	2,1	4,8	.	2,6	-0,9	2,8
II	3,0	3,1	-	.	.	.	2,5	3,0	2,2	6,1	.	4,4	-1,1	2,3

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

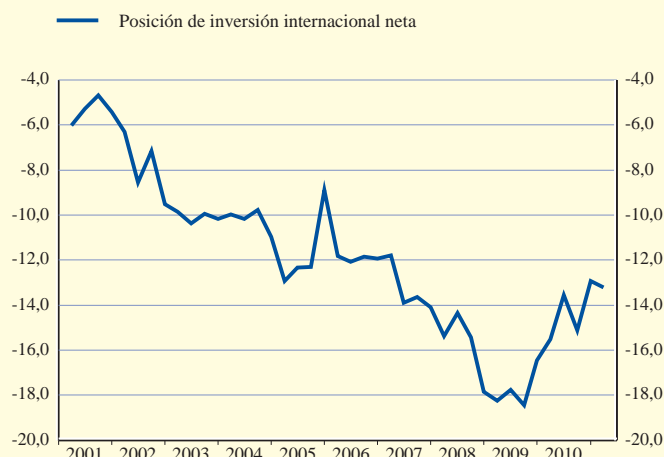
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

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)														
2008	3.889,7	3.016,6	214,5	2.802,2	873,0	13,1	859,9	3.320,2	2.360,4	67,1	2.293,2	959,8	19,0	940,8
2009	4.262,0	3.291,0	228,5	3.062,4	971,1	14,7	956,4	3.478,6	2.531,3	78,2	2.453,1	947,3	18,5	928,8
2010 IV	4.698,0	3.624,0	268,0	3.356,0	1.073,9	16,4	1.057,5	3.723,2	2.817,4	85,6	2.731,8	905,9	13,7	892,1
2011 I	4.668,4	3.606,6	262,8	3.343,8	1.061,8	15,7	1.046,1	3.720,6	2.815,2	86,3	2.728,9	905,4	11,0	894,4
Transacciones														
2008	328,8	195,4	9,3	186,1	133,4	-0,3	133,7	92,8	57,7	-8,2	65,9	35,0	1,6	33,5
2009	325,3	234,1	18,2	215,9	91,1	2,4	88,8	215,9	216,4	8,6	207,8	-0,5	-0,6	0,1
2010	141,0	34,6	7,1	27,5	106,3	1,3	105,1	94,4	140,3	7,9	132,4	-45,9	-7,5	-38,4
2010 IV	-18,4	-45,0	0,4	-45,4	26,6	0,3	26,3	40,8	-5,1	1,9	-7,0	45,9	-4,9	50,8
2011 I	65,9	57,9	4,0	53,9	8,0	-0,1	8,1	54,4	40,6	0,8	39,8	13,8	-1,5	15,3
II	42,8	45,2	9,0	36,3	-2,5	-2,6	0,2	17,1	10,9	1,3	9,6	6,3	-0,1	6,4
2011 Mar	24,1	12,0	4,6	7,4	12,1	-0,1	12,1	32,6	26,5	-0,1	26,6	6,1	-0,8	7,0
Abr	41,3	37,1	5,8	31,3	4,2	0,7	3,5	13,6	6,8	0,4	6,4	6,8	0,0	6,8
May	8,1	2,9	1,5	1,3	5,2	0,4	4,8	4,3	3,6	0,5	3,1	0,6	0,4	0,2
Jun	-6,7	5,2	1,6	3,6	-11,9	-3,7	-8,2	-0,7	0,4	0,3	0,1	-1,1	-0,5	-0,6
Jul	10,7	9,7	-0,3	10,0	1,0	-1,6	2,6	13,1	17,0	0,8	16,2	-3,9	-0,2	-3,7
Tasas de crecimiento														
2008	8,9	6,6	4,1	6,9	17,9	-1,2	18,2	2,9	2,4	-13,1	2,8	4,3	8,5	4,2
2009	8,4	7,7	8,5	7,7	10,5	18,3	10,3	6,6	9,3	12,8	9,2	-0,1	-3,1	0,0
2010 IV	3,2	1,0	3,1	0,9	10,9	8,6	10,9	2,7	5,5	10,1	5,4	-4,8	-40,4	-4,0
2011 I	3,5	2,1	1,8	2,2	8,2	6,2	8,2	4,1	4,3	9,2	4,1	3,6	-46,9	4,8
II	2,5	2,5	5,5	2,3	2,4	-14,3	2,7	3,0	2,9	7,9	2,7	3,6	-39,3	4,4

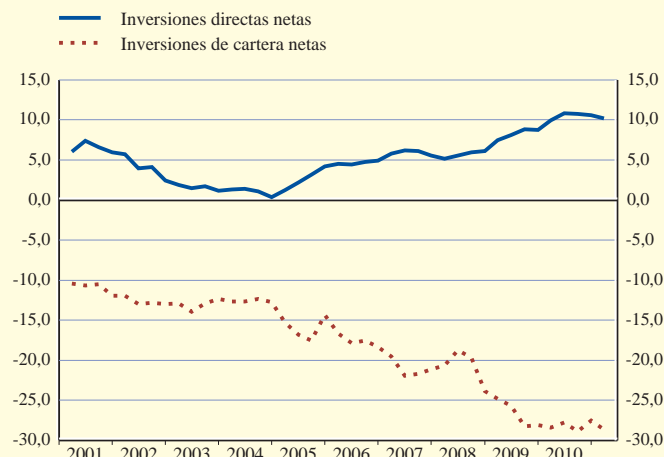
G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

3. Inversiones de cartera: Activos

	Valores distintos de acciones																
	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones										
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2008	3.727,6	1.128,6	68,4	3,0	1.060,2	27,1	2.164,2	964,8	20,3	1.199,4	18,6	434,8	358,1	61,7	76,7	1,3	
2009	4.226,3	1.488,7	76,2	3,4	1.412,5	34,4	2.339,5	917,5	17,1	1.422,0	36,5	398,1	327,3	44,9	70,8	2,0	
2010 IV	4.839,7	1.908,9	93,3	3,6	1.815,6	47,6	2.529,7	806,7	15,6	1.723,0	77,0	401,2	314,8	41,7	86,3	0,2	
2011 I	4.805,8	1.854,2	90,0	3,1	1.764,2	44,8	2.536,6	769,6	17,1	1.767,0	97,9	415,0	323,8	40,0	91,2	0,9	
Transacciones																	
2008	-7,2	-98,0	-35,7	0,6	-62,3	0,0	80,7	41,0	3,2	39,7	2,6	10,1	34,9	14,9	-24,8	0,4	
2009	84,3	46,8	-3,2	0,0	50,0	1,5	30,2	-98,3	-3,8	128,5	17,5	7,2	11,8	-12,8	-4,5	0,9	
2010	138,0	77,0	8,7	-0,2	68,3	1,2	104,7	-122,3	-1,2	227,0	51,4	-43,8	-56,4	-10,8	12,6	-1,9	
2010 IV	40,1	38,8	3,2	0,0	35,6	-1,4	1,1	-96,1	-0,5	97,1	53,4	0,3	-13,0	-9,5	13,3	-0,3	
2011 I	23,9	-3,4	0,0	-0,4	-3,4	-1,8	4,3	-13,1	1,7	17,4	0,2	23,0	16,8	1,5	6,2	0,7	
II	-14,9	13,8	0,2	-0,1	13,6	.	0,6	-22,6	1,7	23,2	.	-29,2	-34,7	4,2	5,5	.	
2011 Mar	-19,0	-1,5	1,3	-0,1	-2,8	.	-19,0	-15,9	0,4	-3,1	.	1,5	0,0	0,0	1,5	.	
Abr	-5,0	13,6	3,6	0,0	9,9	.	-6,4	-11,0	0,2	4,6	.	-12,1	-15,9	-2,6	3,8	.	
May	11,9	8,0	1,4	-0,1	6,6	.	9,4	-0,7	0,9	10,0	.	-5,5	-10,0	3,6	4,5	.	
Jun	-21,8	-7,7	-4,9	0,0	-2,9	.	-2,4	-11,0	0,6	8,6	.	-11,6	-8,8	3,2	-2,8	.	
Jul	-5,9	1,7	1,3	0,0	0,4	.	-6,2	-10,5	0,2	4,3	.	-1,3	-5,4	-3,9	4,1	.	
Tasas de crecimiento																	
2008	-0,5	-5,9	-27,6	24,6	-4,2	-0,1	3,6	4,2	20,1	3,1	15,4	2,7	11,9	41,1	-27,7	65,9	
2009	2,2	3,4	-5,1	-0,7	3,9	5,4	1,3	-10,0	-18,9	10,5	93,7	1,1	2,6	-22,1	-6,0	68,4	
2010 IV	3,1	4,9	11,3	-5,2	4,5	3,5	4,3	-13,3	-6,8	15,2	121,3	-10,3	-16,0	-23,6	18,4	-91,3	
2011 I	2,1	2,2	-1,2	-16,4	2,4	-3,5	2,3	-15,0	2,4	12,7	124,5	0,1	-6,2	-8,5	31,5	65,4	
II	2,2	3,5	5,9	-12,9	3,4	.	2,6	-14,2	17,7	11,9	.	-5,6	-11,8	7,9	19,8	.	

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Valores distintos de acciones											
	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones							
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM	
							AAPP	AAPP			AAPP	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2008	5.938,3	2.185,3	616,9	1.568,4	3.372,6	1.198,8	2.173,8	1.426,8	380,4	62,0	318,4	269,9
2009	6.737,2	2.751,8	686,6	2.065,1	3.460,8	1.132,1	2.328,7	1.477,1	524,6	67,7	456,9	422,3
2010 IV	7.369,5	3.175,0	657,5	2.517,5	3.718,0	1.148,3	2.569,7	1.676,1	476,5	81,5	395,0	354,9
2011 I	7.463,7	3.234,6	650,0	2.584,7	3.715,6	1.089,1	2.626,5	1.749,2	513,5	113,7	399,7	362,9
Transacciones												
2008	276,1	-84,6	84,5	-169,1	177,8	6,8	171,0	154,3	182,9	-33,1	216,0	192,8
2009	355,0	111,8	2,2	109,6	123,3	7,7	115,5	93,4	119,9	-13,5	133,3	155,5
2010	273,1	124,6	-3,4	128,1	145,3	44,4	100,8	183,9	3,3	46,7	-43,4	-33,4
2010 IV	73,8	54,2	-7,0	61,1	44,1	25,3	18,8	33,3	-24,5	-1,9	-22,6	-16,7
2011 I	157,1	90,5	7,2	83,3	15,9	29,7	-13,7	32,1	50,7	38,8	11,9	21,4
II	172,2	-38,6	-3,8	-34,8	180,4	47,4	133,0	.	30,4	39,2	-8,7	.
2011 Mar	49,0	28,1	-1,8	29,9	12,2	-17,0	29,2	.	8,7	11,3	-2,5	.
Abr	42,8	-28,2	3,7	-31,9	71,4	13,4	57,9	.	-0,4	15,0	-15,3	.
May	67,6	-13,7	0,5	-14,2	49,5	16,2	33,3	.	31,9	21,6	10,3	.
Jun	61,7	3,3	-8,0	11,3	59,6	17,8	41,8	.	-1,1	2,5	-3,7	.
Jul	-24,3	6,7	-15,8	22,5	-29,2	3,3	-32,5	.	-1,7	-1,7	0,0	.
Tasas de crecimiento												
2008	4,4	-3,7	14,9	-8,1	5,9	0,7	9,2	13,8	78,0	-24,7	218,2	269,4
2009	5,9	4,8	0,4	6,6	3,6	0,7	5,3	6,6	31,8	-28,6	41,8	58,1
2010 IV	3,9	4,4	-0,5	6,0	4,1	3,8	4,3	12,2	0,7	73,3	-9,6	-8,1
2011 I	4,8	6,9	2,8	8,1	2,5	5,4	1,2	8,4	9,5	64,2	-0,5	2,2
II	6,1	5,0	1,8	5,8	5,5	10,8	3,1	.	19,3	152,5	-2,2	.

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)															
2008	5.370,1	28,8	27,8	1,0	3.272,5	3.213,2	59,2	90,8	12,3	42,6	8,8	1.977,9	188,9	1.595,6	431,7
2009	4.830,9	30,2	29,8	0,4	2.835,9	2.805,4	30,5	109,2	8,4	63,6	11,4	1.855,6	192,4	1.478,8	398,1
2010 IV	5.083,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,8	32,4	166,2	7,6	117,7	21,0	1.912,8	218,2	1.540,9	454,5
2011 I	5.065,2	35,3	35,1	0,2	2.962,1	2.921,9	40,2	151,1	7,6	103,0	15,0	1.916,8	225,7	1.538,8	451,3
Transacciones															
2008	-1,2	-9,4	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	56,6	-0,3	48,3	-21,9
2009	-534,6	0,1	0,0	0,1	-421,7	-401,2	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-123,7	1,0	-129,3	-50,8
2010	148,9	-2,9	-2,9	0,0	7,5	-1,3	8,8	39,5	-0,2	38,8	4,8	104,8	12,7	82,2	29,8
2010 IV	18,2	6,1	6,0	0,1	-28,9	-28,4	-0,6	34,5	0,0	34,6	4,8	6,5	3,0	-1,3	-6,1
2011 I	61,3	3,6	3,6	0,0	61,9	53,8	8,1	-7,7	-0,1	-8,2	-4,2	3,5	6,2	-5,8	-3,7
II	144,6	4,6	.	.	90,1	.	.	0,8	.	.	1,8	49,0	.	.	8,1
2011 Mar	-42,8	0,0	.	.	-37,8	.	.	-2,5	.	.	-2,2	-2,5	.	.	-5,5
Abr	119,9	5,6	.	.	95,4	.	.	1,7	.	.	-0,3	17,2	.	.	4,5
May	111,3	-1,5	.	.	86,5	.	.	-2,1	.	.	-0,4	28,4	.	.	3,5
Jun	-86,7	0,6	.	.	-91,9	.	.	1,2	.	.	2,5	3,4	.	.	0,1
Jul	-15,5	-0,1	.	.	-19,5	.	.	-5,3	.	.	-1,7	9,4	.	.	5,6
Tasas de crecimiento															
2008	-0,1	-26,2	-26,9	1,0	-1,3	-1,8	23,6	-6,0	-8,8	-12,3	-35,8	3,1	-0,2	3,2	-5,9
2009	-10,0	-0,3	-1,4	24,1	-12,8	-12,4	-36,9	11,2	-3,5	18,9	12,0	-6,5	0,5	-8,4	-13,1
2010 IV	3,1	-13,1	-12,9	-9,9	0,3	0,0	27,7	35,4	-2,7	59,2	41,5	5,6	6,3	5,6	7,6
2011 I	2,6	26,4	27,4	-10,9	0,4	0,0	44,4	36,8	-2,8	65,0	68,2	3,6	10,5	3,1	4,8
II	4,4	65,7	.	.	3,6	.	.	20,4	.	.	5,7	3,9	.	.	2,2

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2008	5.724,4	482,9	482,6	0,3	3.762,9	3.708,8	54,1	62,3	0,0	58,0	4,3	1.416,3	178,2	1.059,7	178,4
2009	4.987,5	252,0	251,6	0,4	3.398,9	3.360,4	38,6	71,6	0,0	67,3	4,4	1.264,9	175,1	911,3	178,5
2010 IV	5.262,3	268,9	265,8	3,0	3.506,2	3.460,6	45,5	152,6	0,0	145,9	6,6	1.334,6	192,6	1.000,9	141,1
2011 I	5.132,3	272,3	271,8	0,5	3.354,2	3.299,3	55,0	180,5	0,0	174,1	6,3	1.325,3	197,4	983,9	144,0
Transacciones															
2008	179,3	281,0	280,9	0,1	-174,7	-186,0	11,3	9,3	0,0	10,6	-1,3	63,7	9,0	46,7	8,0
2009	-727,7	-233,1	-233,3	0,2	-353,2	-341,9	-11,4	12,5	0,0	12,4	0,1	-153,8	-5,5	-125,7	-22,6
2010	108,4	8,9	6,3	2,6	2,0	-4,0	6,0	65,6	0,0	65,0	0,6	31,8	11,3	3,3	17,2
2010 IV	-73,5	17,3	16,0	1,3	-100,1	-102,9	2,8	47,0	0,0	46,8	0,2	-37,8	3,6	-36,0	-5,4
2011 I	-32,6	9,6	12,1	-2,6	-72,0	-82,9	10,8	27,9	0,0	28,7	-0,8	1,9	2,4	-4,7	4,2
II	0,4	7,2	.	.	-10,8	.	.	12,2	.	.	.	-8,3	.	.	.
2011 Mar	-110,3	-2,1	.	.	-122,7	.	.	7,5	.	.	.	7,0	.	.	.
Abr	95,3	0,6	.	.	103,7	.	.	-1,8	.	.	.	-7,1	.	.	.
May	79,5	5,3	.	.	56,2	.	.	10,8	.	.	.	7,2	.	.	.
Jun	-174,5	1,3	.	.	-170,7	.	.	3,2	.	.	.	-8,3	.	.	.
Jul	9,5	14,2	.	.	-24,3	.	.	6,9	.	.	.	12,7	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2008	3,3	141,1	141,2	.	-4,4	-4,7	18,2	17,7	.	22,5	-23,2	4,8	5,3	4,6	5,9
2009	-12,6	-48,0	-48,1	.	-9,4	-9,2	-20,3	19,8	.	21,0	1,9	-10,8	-3,4	-11,8	-11,8
2010 IV	2,1	3,4	2,4	.	0,1	0,0	15,7	89,5	.	95,4	9,0	2,4	6,4	0,2	9,6
2011 I	-0,9	9,4	9,6	.	-4,8	-5,2	26,7	111,0	.	118,0	6,1	1,2	7,3	-1,0	7,1
II	-1,1	12,6	.	.	-5,0	.	.	102,1	.	.	.	0,1	.	.	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva ¹⁾

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 III	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	0,5	106,9	19,8	0,4	0,0	26,2	-22,6	53,7
IV	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 I	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
2011 Jul	621,6	396,3	346,988	51,3	24,1	149,9	5,2	15,2	129,5	-	-	-	0,0	0,0	22,0	-20,7	52,8
Ago	656,4	435,5	346,989	51,0	24,0	146,0	5,1	11,0	129,7	-	-	-	0,1	0,0	25,9	-21,1	52,5
Transacciones																	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010 IV	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-
2011 I	11,1	0,0	-	-1,2	6,2	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
II	-4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,6	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2010 IV	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 I	2,8	0,0	-	-1,9	72,7	5,2	-44,7	68,6	3,9	-4,3	11,9	-28,0	-	-	-	-	-
II	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6
2008	10.916,9	5.309,2	380,4	3.372,6	178,2	237,0	1.439,4	1.759,0	482,9	5.023,7	2.211,8
2009	10.413,3	4.590,5	524,6	3.460,8	175,1	221,8	1.440,4	1.971,0	252,0	4.598,7	2.151,1
2010 III	10.982,6	4.841,4	523,9	3.810,1	185,5	247,4	1.374,3	2.210,6	249,2	4.880,0	2.268,6
IV	10.903,6	4.873,3	476,5	3.718,0	192,7	196,3	1.446,7	2.183,6	268,9	4.736,0	2.268,4
2011 I	10.808,7	4.729,1	513,5	3.715,6	197,5	205,8	1.447,3	2.292,6	272,3	4.557,1	2.239,4
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2007	110,5	56,9	2,7	33,1	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,8	23,0
2008	118,1	57,4	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,0	5,2	54,4	23,9
2009	116,5	51,4	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,1	2,8	51,4	24,1
2010 III	120,7	53,2	5,8	41,9	2,0	2,7	15,1	24,3	2,7	53,6	24,9
IV	118,9	53,2	5,2	40,6	2,1	2,1	15,8	23,8	2,9	51,7	24,7
2011 I	116,8	51,1	5,6	40,2	2,1	2,2	15,6	24,8	2,9	49,3	24,2

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

7.3 Cuenta financiera

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

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	783,5	116,5	2,3	-17,4	-125,6	257,6	-0,3	45,6	44,2	-28,9	129,7	-42,2	77,4	-0,3	441,4
En el exterior	4.262,0	1.428,3	34,5	123,7	988,9	281,1	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	839,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.291,0	1.073,8	29,1	79,8	735,3	229,5	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	630,1
Otro capital	971,1	354,5	5,3	43,9	253,7	51,6	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,3
En la zona del euro	3.478,6	1.311,8	32,2	141,1	1.114,5	23,6	0,3	73,9	4,1	106,6	293,9	826,4	463,5	0,4	398,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.531,3	1.077,5	22,7	124,7	922,7	7,2	0,3	61,0	1,1	85,5	201,0	613,4	245,4	0,2	246,4
Otro capital	947,3	234,3	9,5	16,5	191,9	16,4	0,1	13,0	3,0	21,1	92,9	213,0	218,1	0,2	151,6
Inversiones de cartera: Activos	4.226,3	1.424,7	79,0	156,5	1.000,9	89,1	99,2	95,4	47,5	182,0	107,0	1.349,2	434,2	29,3	557,0
Acc. y participaciones	1.488,7	296,8	8,8	28,8	245,3	13,2	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	469,0	193,3	1,5	275,9
Valores distintos de acciones	2.737,6	1.127,9	70,2	127,7	755,6	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,2	240,8	27,8	281,1
Bonos y obligaciones	2.339,5	979,1	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,6	225,5	27,2	254,7
Instrum. mercado monetario	398,1	148,8	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
Otras inversiones	-156,6	-107,3	49,4	6,8	-96,5	92,2	-159,3	0,3	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-12,4	14,1	165,6
Activos	4.830,9	2.246,0	108,6	85,4	1.847,6	187,9	16,5	26,8	31,6	95,0	238,8	687,3	591,7	61,3	852,4
AAPP	109,2	23,3	0,1	5,4	6,8	0,2	10,6	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.866,1	1.539,2	91,0	51,0	1.240,6	154,0	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	353,0	329,8	20,4	409,4
Otros sectores	1.855,6	683,6	17,5	28,9	600,2	33,7	3,3	11,6	19,1	30,4	113,2	330,8	260,0	13,6	393,3
Pasivos	4.987,5	2.353,3	59,2	78,5	1.944,1	95,6	175,8	26,6	40,3	78,0	357,4	793,8	604,1	47,2	686,8
AAPP	71,6	29,4	0,1	0,4	4,4	0,0	24,5	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.650,9	1.746,4	47,7	44,2	1.486,4	71,6	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,3	499,4	27,6	522,9
Otros sectores	1.264,9	577,5	11,4	34,0	453,3	24,0	54,8	7,1	21,2	32,0	86,9	271,4	104,5	2,6	161,8
II 2010 a I 2011	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	12,8	31,6	-0,2	2,5	6,5	22,8	0,0	-19,2	6,2	-6,3	-23,7	-10,4	-8,8	-0,1	43,5
En el exterior	159,3	77,5	1,7	5,4	40,6	29,9	0,0	-0,1	6,0	-5,6	-12,2	3,5	21,5	0,0	68,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	76,6	53,4	1,5	4,3	19,6	28,1	0,0	-1,0	3,9	-4,6	-16,1	-9,2	3,1	0,0	47,1
Otro capital	82,7	24,1	0,2	1,1	21,0	1,8	0,0	0,8	2,0	-1,0	3,9	12,7	18,4	0,0	21,7
En la zona del euro	146,5	46,0	2,0	2,9	34,1	7,1	0,0	19,0	-0,2	0,6	11,5	13,9	30,3	0,1	25,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	115,0	34,4	0,9	6,2	25,1	2,1	0,0	22,2	0,4	1,9	0,2	16,0	22,8	0,0	17,2
Otro capital	31,5	11,6	1,0	-3,4	9,0	5,0	0,0	-3,2	-0,6	-1,2	11,3	-2,0	7,5	0,1	8,1
Inversiones de cartera: Activos	97,6	-11,5	-1,1	6,3	-30,9	5,1	9,1	-3,9	7,8	-10,1	5,7	48,1	-20,6	0,3	81,7
Acc. y participaciones	37,9	7,2	1,5	5,5	-1,1	1,1	0,1	4,8	7,3	-3,6	-1,0	11,7	-2,7	-0,5	14,7
Valores distintos de acciones	59,7	-18,7	-2,6	0,9	-29,8	4,0	9,0	-8,6	0,5	-6,6	6,6	36,5	-17,9	0,8	67,0
Bonos y obligaciones	59,3	-0,9	-0,3	1,3	-13,8	3,1	8,7	-8,6	0,7	0,6	1,8	20,5	-15,3	1,3	59,3
Instrum. mercado monetario	0,4	-17,8	-2,3	-0,5	-16,1	0,9	0,2	0,0	-0,1	-7,2	4,9	15,9	-2,6	-0,6	7,7
Otras inversiones	172,7	114,2	10,9	-6,4	112,7	9,8	-12,8	-4,4	5,2	6,0	49,1	13,4	61,2	-28,1	-44,0
Activos	128,7	53,1	3,9	16,5	18,5	13,4	0,7	-1,5	9,1	19,1	19,6	-1,1	23,9	-10,4	16,9
AAPP	38,0	16,1	0,9	1,1	12,1	1,8	0,2	1,6	0,0	2,3	0,7	11,2	1,6	0,7	3,7
IFM	21,5	-14,9	0,3	11,5	-37,9	11,7	-0,5	-3,5	6,6	11,7	9,8	4,2	11,6	-11,2	7,1
Otros sectores	69,1	51,8	2,7	3,9	44,3	0,0	0,9	0,5	2,4	5,1	9,1	-16,5	10,6	0,0	6,1
Pasivos	-44,1	-61,1	-6,9	23,0	-94,2	3,6	13,4	2,9	3,9	13,1	-29,5	-14,4	-37,3	17,6	60,8
AAPP	89,1	42,5	0,0	0,0	39,7	0,0	2,7	0,1	0,0	-0,2	0,1	17,2	1,2	14,0	14,2
IFM	-150,0	-119,9	-6,1	19,6	-141,4	2,7	5,4	1,5	0,9	12,4	-29,2	-11,0	-40,3	3,5	32,0
Otros sectores	16,9	16,3	-0,8	3,3	7,6	0,9	5,3	1,3	3,0	0,8	-0,4	-20,6	1,8	0,1	14,6

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones)

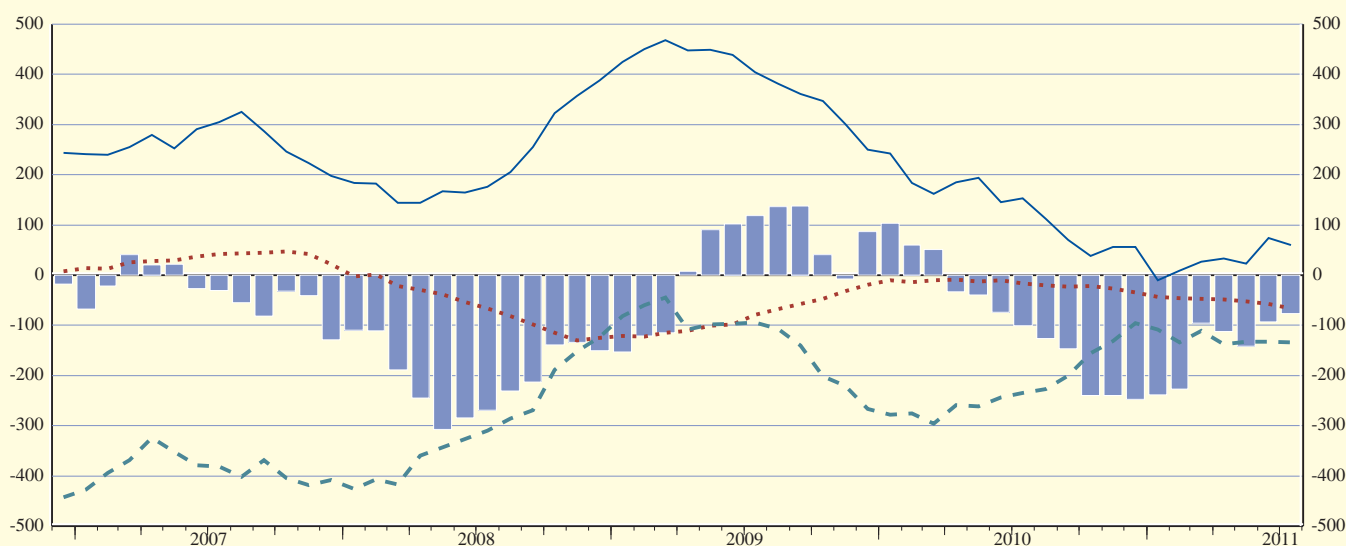
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-150,2	-124,8	-320,1	99,3	62,1	-14,5	-169,3	387,7	-51,3	73,3	-82,8	-9,9
2009	86,1	-19,5	-304,6	207,9	-50,0	-124,0	109,7	249,3	113,1	-141,1	37,2	8,1
2010	-247,6	-34,5	-132,7	93,9	-68,1	-239,6	128,2	56,6	-143,5	97,4	8,7	-13,9
2010 II	-43,2	-16,9	-83,7	54,0	2,3	-41,0	16,3	76,9	-58,8	14,7	1,9	-8,9
III	-65,7	-5,3	-26,9	-5,1	-8,8	-44,1	24,0	-43,6	-11,4	52,1	2,3	1,0
IV	-57,8	3,2	18,9	43,9	-35,6	-110,5	61,2	-4,3	-40,4	9,3	1,7	-5,1
2011 I	71,6	-27,9	-62,0	55,2	3,4	-23,6	83,3	-1,8	4,2	29,8	-4,0	15,1
II	-40,7	-27,4	-36,4	16,0	-13,6	-28,7	-34,8	124,3	-49,8	3,9	5,4	0,5
2010 Jul	-27,9	6,9	-11,7	11,1	3,3	-28,7	-6,1	-17,4	-4,1	27,6	-1,4	-7,5
Ago	-9,1	-6,9	-8,7	-18,9	-4,2	0,4	23,3	-25,3	15,0	6,9	4,7	4,5
Sep	-28,7	-5,3	-6,5	2,7	-7,9	-15,7	6,7	-0,9	-22,3	17,5	-1,0	4,1
Oct	-80,7	1,7	6,4	-17,5	-15,1	-85,8	45,9	11,5	-21,1	1,5	-4,8	-3,4
Nov	-10,7	-4,6	8,2	42,4	-9,5	-24,9	-19,4	29,0	-25,5	3,1	1,6	-11,1
Dic	33,6	6,1	4,3	18,9	-11,0	0,2	34,8	-44,8	6,1	4,6	4,9	9,4
2011 Ene	-18,0	-19,2	-25,3	37,0	5,0	-13,2	7,1	-39,8	-15,6	38,5	2,7	4,8
Feb	-2,0	-8,0	-17,1	-15,4	-4,4	-12,0	46,4	11,3	14,8	-23,2	-3,2	9,0
Mar	91,6	-0,6	-19,5	33,6	2,8	1,6	29,9	26,7	5,0	14,5	-3,6	1,3
Abr	-58,4	-6,4	-34,8	13,2	-9,9	-8,3	-31,9	42,6	-18,9	-8,9	0,7	4,4
May	-19,9	-18,2	-6,2	3,3	-6,6	-14,5	-14,2	43,6	-26,4	18,0	1,7	-0,4
Jun	37,6	-2,7	4,5	-0,6	2,9	-5,8	11,3	38,1	-4,6	-5,1	3,0	-3,5
Jul	-11,4	-2,7	-12,5	12,4	-0,4	-8,4	22,5	-32,5	-4,0	19,6	-4,6	-0,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2011 Jul	-76,1	-66,9	-107,3	111,2	-58,3	-186,5	162,2	59,4	-97,5	87,1	2,2	18,2

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-18,0	-21,8	1.279,8	628,0	264,3	355,4	1.063,2	1.266,4	734,4	193,8	316,7	840,8	182,1
2010	20,1	22,8	1.533,8	765,6	309,2	420,1	1.270,1	1.549,3	947,8	227,9	348,1	1.018,5	247,2
2010 III	22,8	27,4	397,9	198,0	80,4	108,4	330,5	402,8	246,6	60,1	89,7	268,1	62,9
IV	22,2	25,9	404,4	202,1	83,3	109,6	333,2	407,3	254,0	58,6	89,4	265,7	66,4
2011 I	21,6	23,8	427,3	214,4	85,9	116,0	350,0	434,6	275,2	59,4	91,5	276,4	74,3
II	12,7	12,3	428,4	214,9	86,1	115,8	349,8	434,9	278,8	57,9	89,5	274,2	76,7
2011 Feb	22,4	26,1	142,5	71,4	28,9	38,6	117,4	144,8	91,2	19,5	30,5	92,4	22,9
Mar	16,5	16,9	144,2	72,8	29,5	39,2	118,5	145,6	93,1	19,3	30,9	93,3	26,2
Abr	14,5	17,5	143,9	72,0	28,2	39,2	115,9	146,7	94,0	20,1	29,7	91,6	26,9
May	21,5	17,1	145,9	73,1	30,0	40,0	120,8	147,1	93,9	19,4	30,4	93,6	25,0
Jun	3,1	3,4	138,6	69,7	27,9	36,6	113,0	141,1	90,9	18,4	29,4	89,0	24,7
Jul	5,3	5,8	141,3	.	.	.	115,1	143,8	.	.	.	89,3	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-16,5	-13,7	119,5	114,9	119,0	128,0	116,0	109,6	101,0	115,7	136,3	110,9	101,7
2010	14,8	10,9	136,7	132,5	137,5	143,5	133,9	121,0	113,2	130,0	143,3	127,9	100,6
2010 III	16,0	12,9	140,1	135,2	142,7	145,8	137,6	122,7	114,8	133,5	143,9	131,3	101,1
IV	15,0	10,6	142,4	137,5	148,0	148,2	139,4	123,8	116,6	133,1	145,1	131,8	102,9
2011 I	13,5	7,5	146,0	141,1	149,1	152,3	143,0	124,9	117,6	132,0	144,5	133,2	96,9
II	7,8	2,4	146,3	140,0	150,7	153,5	143,5	123,6	116,0	132,0	143,2	133,8	91,8
2011 Ene	18,6	12,8	144,7	139,9	143,6	150,3	140,1	125,2	118,3	136,3	142,1	130,6	103,4
Feb	14,3	9,8	146,0	140,7	150,2	152,1	143,6	125,7	117,8	131,2	145,0	134,0	91,7
Mar	9,0	1,3	147,2	142,8	153,4	154,4	145,1	123,8	116,8	128,6	146,5	134,9	95,7
Abr	8,1	4,5	147,2	140,3	148,8	155,3	142,5	124,3	116,4	137,4	142,2	133,9	95,0
May	16,4	7,5	149,6	143,2	157,5	158,8	148,6	126,6	118,5	134,4	146,8	138,0	89,7
Jun	-0,1	-4,5	142,1	136,5	145,8	146,3	139,3	119,9	113,1	124,3	140,6	129,6	90,8

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,1	-8,7	-4,8	1,8	1,0	-28,3	-2,6
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	109,8	9,8	9,7	1,4	2,9	27,5	5,8
2010 IV	106,6	5,1	7,1	2,0	2,9	21,5	5,0	112,4	11,5	13,2	2,3	5,5	25,8	7,9
2011 I	109,1	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,3	12,2	11,3	0,7	6,0	31,8	7,0
II	110,2	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,8	7,5	3,9	-3,0	3,2	27,8	2,0
2011 Mar	109,7	5,7	8,3	1,6	2,8	26,3	5,6	119,7	11,8	9,8	-0,4	5,7	32,4	6,2
Abr	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	120,0	9,7	6,9	-1,9	4,7	30,4	4,1
May	110,2	4,0	5,9	0,8	1,6	22,0	3,9	118,5	7,1	2,4	-3,0	3,0	28,3	1,2
Jun	110,0	3,4	5,1	0,6	1,2	18,9	3,3	117,8	5,9	2,6	-4,2	2,0	24,8	0,7
Jul	110,4	4,0	5,2	0,8	1,7	25,9	3,9	119,0	7,4	3,5	-4,0	2,6	29,4	1,5
Ago	110,3	3,8	4,9	0,8	1,8	23,3	3,7	119,7	7,7	4,2	-2,7	2,8	26,0	2,3

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2009	1.279,8	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,4	69,0	28,6	92,0	54,3	29,4
2010	1.533,8	30,2	52,7	195,3	209,2	63,4	93,0	47,3	180,3	354,7	94,7	34,5	104,8	73,3	18,9
2010 I	352,3	7,0	11,9	46,3	47,6	13,6	21,3	10,5	41,3	81,4	21,8	8,0	24,9	16,7	5,7
II	379,2	7,4	13,3	48,0	51,3	15,3	22,9	11,4	45,1	88,3	23,5	8,7	25,6	18,5	5,4
III	397,9	7,6	13,5	50,5	54,2	17,2	24,1	12,1	47,7	91,7	23,9	8,9	26,8	19,0	4,0
IV	404,4	8,2	14,0	50,6	56,1	17,3	24,7	13,2	46,2	93,3	25,4	9,0	27,5	19,1	3,7
2011 I	427,3	8,1	15,0	53,3	59,1	18,7	25,8	15,3	49,9	99,1	28,7	9,3	28,1	20,1	1,0
II	428,4	8,2	15,3	52,0	60,2	20,1	26,4	14,3	48,0	98,0	27,2	9,5	27,0	21,0	3,6
2011 Feb	142,5	2,7	4,9	17,5	19,8	6,3	8,5	5,1	16,7	33,4	9,6	3,1	9,2	7,0	0,0
Mar	144,2	2,7	5,2	18,1	20,1	6,4	9,0	5,4	16,7	33,5	9,7	3,1	9,4	6,8	-1,0
Abr	143,9	2,7	5,0	16,9	19,8	6,4	8,9	4,9	16,2	32,3	8,8	3,2	9,2	7,0	3,3
May	145,9	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,3	4,8	16,3	33,7	9,5	3,2	9,1	7,3	-0,3
Jun	138,6	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,3	4,5	15,5	31,9	8,9	3,0	8,7	6,6	0,7
Jul	141,3	.	.	.	.	6,6	8,5	4,5	15,5	32,8	9,1	3,2	8,8	6,9	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,7	23,1	6,2	2,3	6,8	4,8	1,3
Importaciones (cif)															
2009	1.266,4	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	44,0	94,8	59,5	-25,2
2010	1.549,3	27,6	47,8	149,3	197,1	111,2	74,3	30,9	129,5	494,3	209,0	51,2	118,8	75,0	-48,5
2010 I	353,1	6,6	10,4	35,0	44,9	25,7	17,1	7,3	29,3	110,7	46,0	11,8	26,9	16,6	-10,3
II	386,1	6,9	11,9	36,7	48,8	28,3	19,5	7,6	31,9	125,1	53,2	12,8	29,8	18,1	-14,5
III	402,8	7,1	12,6	38,3	50,6	27,6	19,2	7,8	34,2	130,8	55,9	13,4	29,6	19,4	-9,8
IV	407,3	7,1	12,8	39,2	52,9	29,6	18,6	8,2	34,0	127,7	53,9	13,1	32,4	20,9	-13,9
2011 I	434,6	7,3	13,1	41,7	55,6	34,7	19,3	9,0	35,3	135,2	54,6	13,7	35,6	21,4	-17,4
II	434,9	7,4	13,3	41,2	56,3	34,5	19,9	8,8	34,0	138,5	55,9	12,7	30,7	21,8	-15,0
2011 Feb	144,8	2,5	4,4	13,9	18,5	10,4	6,4	3,0	11,8	44,8	18,1	4,5	12,2	7,1	-3,6
Mar	145,6	2,5	4,6	14,0	18,9	13,0	6,5	3,0	11,7	46,3	18,7	4,8	11,2	7,2	-9,3
Abr	146,7	2,4	4,3	13,8	18,5	12,1	6,5	3,0	11,6	46,6	18,7	4,4	10,3	7,3	-5,0
May	147,1	2,6	4,7	13,9	19,0	12,6	6,8	3,0	11,4	46,4	18,7	4,3	9,8	7,4	-5,9
Jun	141,1	2,4	4,3	13,5	18,7	9,8	6,6	2,9	11,0	45,5	18,5	4,1	10,7	7,1	-4,1
Jul	143,8	.	.	.	.	11,6	6,7	2,8	10,7	45,9	18,2	4,3	9,6	7,6	.
Porcentaje del total de importaciones															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,7	7,2	4,8	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,1
Saldo															
2009	13,4	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,8	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,4	-2,8	-5,2	54,6
2010	-15,5	2,6	5,0	46,0	12,1	-47,8	18,7	16,4	50,8	-139,6	-114,3	-16,6	-13,9	-1,7	67,3
2010 I	-0,8	0,4	1,5	11,3	2,7	-12,2	4,2	3,3	12,0	-29,3	-24,2	-3,8	-2,0	0,1	16,0
II	-6,9	0,5	1,3	11,2	2,6	-13,0	3,4	3,8	13,2	-36,8	-29,7	-4,2	-4,2	0,4	19,9
III	-4,9	0,6	0,9	12,1	3,6	-10,4	4,9	4,4	13,4	-39,1	-32,0	-4,6	-2,8	-0,4	13,8
IV	-2,9	1,1	1,2	11,3	3,2	-12,2	6,2	5,0	12,2	-34,4	-28,5	-4,1	-5,0	-1,8	17,6
2011 I	-7,3	0,8	1,8	11,5	3,5	-16,0	6,5	6,4	14,5	-36,2	-25,9	-4,4	-7,6	-1,3	18,4
II	-6,5	0,8	2,1	10,7	4,0	-14,4	6,5	5,4	14,0	-40,5	-28,7	-3,2	-3,7	-0,8	18,6
2011 Feb	-2,3	0,1	0,5	3,6	1,3	-4,1	2,1	2,1	4,9	-11,4	-8,5	-1,4	-3,0	-0,1	3,6
Mar	-1,4	0,3	0,6	4,2	1,2	-6,7	2,5	2,4	5,0	-12,8	-9,0	-1,7	-1,8	-0,3	8,3
Abr	-2,8	0,3	0,7	3,1	1,2	-5,7	2,3	1,9	4,6	-14,3	-9,8	-1,2	-1,1	-0,3	8,2
May	-1,2	0,1	0,6	4,1	1,4	-5,5	2,5	1,9	4,9	-12,6	-9,2	-1,0	-0,7	-0,1	5,6
Jun	-2,5	0,3	0,7	3,5	1,3	-3,3	1,6	1,7	4,5	-13,6	-9,7	-1,0	-1,9	-0,5	4,7
Jul	-2,5	.	.	.	.	-5,0	1,9	1,7	4,8	-13,1	-9,0	-1,1	-0,8	-0,7	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

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

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

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

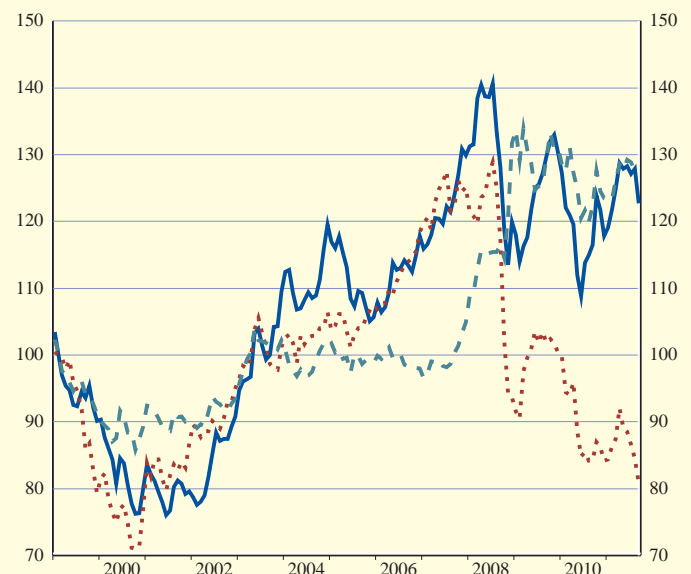
- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,9558	24,946	7,4560	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	3,6826	9,6152	0,79628	7,2239	1,9064
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011 I	1,9558	24,375	7,4550	0,7049	3,4528	272,43	3,9460	4,2212	8,8642	0,85386	7,4018	2,1591
II	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
III	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 Mar	1,9558	24,393	7,4574	0,7072	3,4528	270,89	4,0145	4,1621	8,8864	0,86653	7,3915	2,2108
Abr	1,9558	24,301	7,4574	0,7092	3,4528	265,29	3,9694	4,1004	8,9702	0,88291	7,3639	2,1975
May	1,9558	24,381	7,4566	0,7093	3,4528	266,96	3,9404	4,1142	8,9571	0,87788	7,4052	2,2603
Jun	1,9558	24,286	7,4579	0,7091	3,4528	266,87	3,9702	4,1937	9,1125	0,88745	7,4065	2,3077
Jul	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
Ago	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
Sep	1,9558	24,556	7,4462	0,7093	3,4528	285,05	4,3379	4,2838	9,1343	0,87172	7,4936	2,4736
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Sep	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	4,7	5,3	0,8	-0,3	-0,6	0,4	-1,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Sep	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	1,0	9,7	0,4	-1,0	3,8	2,8	26,7
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa ¹⁾	Rupia india ²⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2008	1,7416	2,6737	1,5594	10,2236	11,4541	143,83	63,6143	14,165,16	5,2561	152,45	4,8893	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011 I	1,3614	2,2799	1,3484	9,0028	10,6535	-	61,9255	12,171,85	4,9247	112,57	4,1668	
II	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
III	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666	
2011 Mar	1,3854	2,3220	1,3672	9,1902	10,9093	-	62,9526	12,263,18	4,9867	114,40	4,2483	
Abr	1,3662	2,2889	1,3834	9,4274	11,2269	-	64,1128	12,493,48	4,9573	120,42	4,3502	
May	1,3437	2,3131	1,3885	9,3198	11,1551	-	64,4735	12,290,33	4,9740	116,47	4,3272	
Jun	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585	
Jul	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12,171,27	4,8801	113,26	4,2716	
Ago	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12,249,95	5,0841	110,43	4,2822	
Sep	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12,118,49	5,0788	105,75	4,2456	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Sep	-1,4	4,6	-2,0	-4,2	-4,0	-	0,8	-1,1	-0,1	-4,2	-0,9	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Sep	-3,5	6,5	2,1	-0,1	5,8	-	9,2	3,4	4,1	-4,1	4,6	
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2008	16,2911	2,0770	8,2237	65,172	36,4207	2,0762	12,0590	1,606,09	1,5874	48,475	1,4708	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011 I	16,5007	1,8107	7,8236	59,876	39,9976	1,7467	9,5875	1,530,79	1,2871	41,771	1,3680	
II	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1,559,23	1,2514	43,592	1,4391	
III	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1,532,60	1,1649	42,574	1,4127	
2011 Mar	16,8063	1,8877	7,8295	60,870	39,8061	1,7757	9,6862	1,568,05	1,2867	42,506	1,3999	
Abr	16,9211	1,8331	7,8065	62,361	40,5363	1,8024	9,7200	1,567,52	1,2977	43,434	1,4442	
May	16,7177	1,8024	7,8384	61,953	40,0573	1,7763	9,8461	1,555,99	1,2537	43,398	1,4349	
Jun	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1,555,32	1,2092	43,923	1,4388	
Jul	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1,510,29	1,1766	42,949	1,4264	
Ago	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1,542,01	1,1203	42,875	1,4343	
Sep	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1,544,04	1,2005	41,902	1,3770	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Sep	2,2	-1,0	-0,8	-2,5	2,5	-0,6	2,4	0,1	7,2	-2,3	-4,0	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Sep	7,2	-5,7	-2,4	2,7	5,1	-1,2	11,5	1,8	-8,3	4,1	5,4	

Fuente: BCE.

1) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

2) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IAPC										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011 I	4,5	1,9	2,6	3,8	3,2	4,3	3,6	7,5	1,3	4,1
II	3,4	1,8	2,9	4,6	4,7	3,9	4,0	8,3	1,7	4,4
2011 Jun	3,5	1,9	2,9	4,7	4,8	3,5	3,7	8,0	1,5	4,2
Jul	3,4	1,9	3,0	4,2	4,6	3,1	3,6	4,9	1,6	4,4
Ago	3,1	2,1	2,4	4,6	4,4	3,5	4,0	4,3	1,6	4,5
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2008	1,7	-2,7	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,9	-2,7	-9,7	-9,5	-4,5	-7,3	-8,5	-0,7	-11,4
2010	-3,2	-4,7	-2,7	-7,7	-7,1	-4,2	-7,9	-6,4	0,0	-10,4
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2008	13,7	30,0	34,5	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,8	54,4
2009	14,6	35,3	41,8	36,7	29,5	78,4	50,9	23,6	42,8	69,6
2010	16,2	38,5	43,6	44,7	38,2	80,2	55,0	30,8	39,8	80,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2011 Mar	5,38	4,05	3,29	6,49	5,15	7,29	6,27	7,31	3,35	3,78
Abr	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
May	5,39	3,89	3,13	6,36	5,05	7,11	6,06	7,26	3,01	3,49
Jun	5,39	3,77	2,96	5,87	5,05	7,22	5,88	7,09	2,89	3,09
Jul	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
Ago	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2011 Mar	3,90	1,21	1,31	0,85	1,40	6,64	4,18	5,85	2,38	0,81
Abr	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
May	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
Jun	3,74	1,20	1,51	0,74	1,69	6,27	4,61	5,25	2,46	0,83
Jul	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
Ago	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
PIB real										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-17,7	-14,7	-6,7	1,6	-7,1	-5,2	-4,9
2010	0,2	2,3	1,7	-0,3	1,3	1,2	3,8	-1,3	5,6	1,4
2010 IV	3,7	2,7	2,6	3,0	4,6	2,4	3,9	0,2	7,2	1,5
2011 I	3,3	2,8	1,5	2,9	6,8	1,7	4,4	0,8	6,1	1,6
II	2,0	2,2	1,7	5,0	6,2	1,2	4,5	0,8	4,9	0,7
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2009	-7,6	-1,0	3,5	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,3	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,8	6,5	-3,0
2010 IV	-7,2	-1,0	6,1	0,3	6,5	1,4	-3,4	-1,5	5,9	-2,8
2011 I	2,0	2,5	4,9	1,2	2,1	3,7	-1,7	-2,6	7,9	-2,9
II	1,5	-5,2	9,2	1,3	-2,2	4,1	-2,2	-6,3	6,7	.
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2008	104,9	50,6	177,7	130,0	71,3	122,2	57,0	56,0	205,7	441,4
2009	107,9	53,2	189,8	156,5	87,2	142,3	59,6	69,0	210,7	416,6
2010 III	103,6	55,7	201,3	162,4	89,4	143,4	66,2	74,8	198,3	431,1
IV	101,8	57,4	192,0	165,4	86,0	141,4	65,9	75,9	191,6	419,4
2011 I	98,5	56,9	187,1	158,1	84,7	135,1	67,8	73,5	187,1	417,5
Costes laborales unitarios										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,9	-2,8	1,9	2,2	-1,3	4,6	6,1
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,2	-7,6	-1,1	4,8	0,8	-1,7	2,2
2010 IV	-1,9	1,3	-0,9	1,8	-3,2	-2,0	5,7	-3,9	-1,7	1,1
2011 I	1,7	0,1	0,1	2,6	-1,5	0,9	2,7	-1,3	-2,9	0,0
II	5,3	0,2	-1,1	2,3	1,0	.	0,5	9,4	-0,7	.
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2009	6,8	6,7	6,0	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011 I	11,1	6,9	7,6	16,2	16,5	11,0	9,3	7,1	7,7	7,7
II	11,3	6,9	7,3	16,2	15,6	10,9	9,5	7,4	7,5	7,9
2011 Jun	11,5	6,8	7,3	16,2	15,6	10,9	9,5	7,3	7,4	8,0
Jul	11,6	6,8	7,1	.	.	10,6	9,4	7,3	7,3	.
Ago	11,7	6,7	7,1	.	.	10,3	9,4	7,3	7,4	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

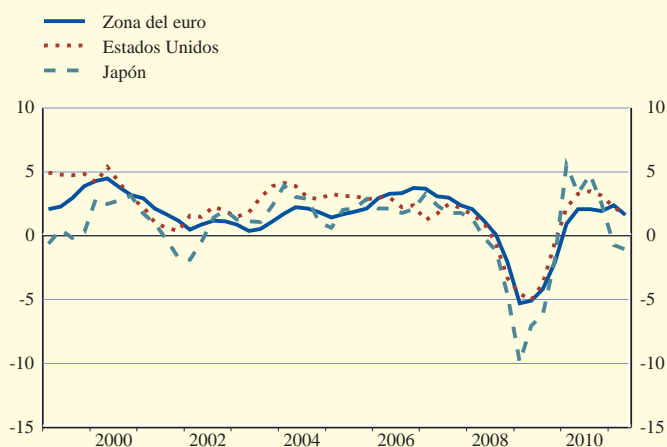
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2007	2,9	2,5	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,5
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	57,0
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,6	69,4
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,7	78,2
2010 III	1,2	-1,5	3,5	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,3	76,2
IV	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,5	78,2
2011 I	2,1	1,3	2,2	6,6	8,9	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	79,1
II	3,4	1,9	1,6	4,4	9,1	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
III	.	.	.	.	.	.	0,30	2,18	1,4127	.	.
2011 May	3,6	.	.	4,0	9,1	5,3	0,26	3,33	1,4349	.	.
Jun	3,6	.	.	4,2	9,2	6,0	0,25	3,46	1,4388	.	.
Jul	3,6	.	.	3,9	9,1	8,2	0,25	3,08	1,4264	.	.
Ago	3,8	.	.	4,2	9,1	10,3	0,29	2,51	1,4343	.	.
Sep	.	.	.	.	.	.	0,35	2,18	1,3770	.	.
Japón											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,4	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,7	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,7	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 III	-1,0	-3,4	4,8	14,0	5,0	2,7	0,24	1,03	110,68	.	.
IV	-0,3	-1,3	2,5	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 I	-0,5	1,1	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	-0,4	.	-1,1	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
III	.	.	.	.	.	.	0,19	1,04	109,77	.	.
2011 May	-0,4	.	.	-5,5	4,5	2,7	0,20	1,22	116,47	.	.
Jun	-0,4	.	.	-1,8	4,6	2,8	0,20	1,18	115,75	.	.
Jul	0,2	.	.	-3,0	4,7	3,0	0,20	1,09	113,26	.	.
Ago	.	.	.	0,6	.	2,7	0,19	1,05	110,43	.	.
Sep	.	.	.	.	.	.	0,19	1,04	105,75	.	.

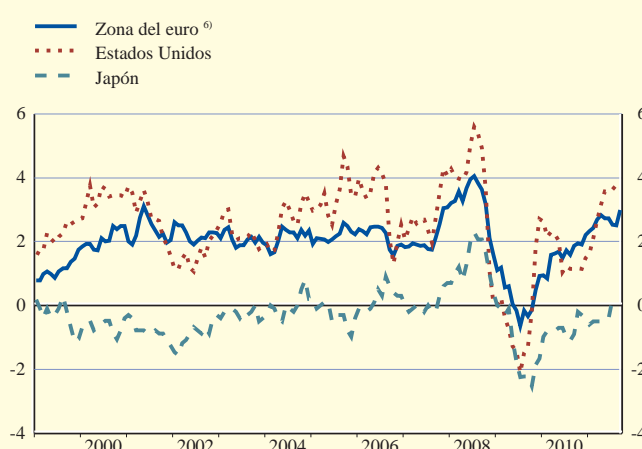
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

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

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

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

4) Para más información, véase sección 8.2.

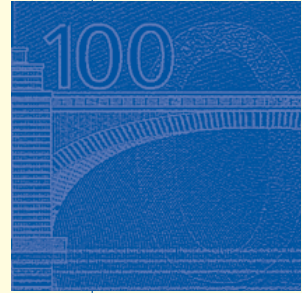
5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



LISTA DE GRÁFICOS

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



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

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

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

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

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

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

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

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

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

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

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

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

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

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

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

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

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

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

SECCIONES 4.3 Y 4.4

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

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

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

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

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

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

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

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

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

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

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

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

SECCIÓN 7.3

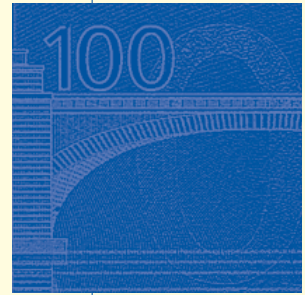
CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

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

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

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

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



NOTAS GENERALES

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

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 5 de octubre de 2011.

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

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

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

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

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

PANORÁMICA GENERAL

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

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

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

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

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

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

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

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

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁵. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n.º 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n.º 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n.º 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la in-

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

dustria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹¹, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con acti-

vos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹². En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹³, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁴. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza

11 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

12 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

13 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

14 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de

inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos

de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Euro-sistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de

2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las

categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del

euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica

pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3 % y el 1 %, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2 %, 3 % y 1 %, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones

de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75 %, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25 %. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2008 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE, 8 DE OCTUBRE Y 5 DE NOVIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE DICIEMBRE DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 13 de abril de 2010.

14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

4 DE MARZO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

tivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.



5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, se continuarán aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respecti-

vamente. También ha decidido adoptar varias medidas para hacer frente a las nuevas tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, ha decidido que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También ha adoptado una decisión sobre los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en particular, continuar con los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha acordado los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente ejecutará dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuará aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.



PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos de garantía: Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Un sector que según la definición del SEC 95 está formado por todas las sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financieras resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El EURIBOR se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas,

la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedades instrumentales: Una entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulación. Estas sociedades suelen emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas. En algunos casos, la sociedad instrumental simplemente mantiene los activos titulizados y emite los valores a través de otra entidad, que con frecuencia es otra sociedad instrumental.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.