



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

11 | 2012

12 | 2012

BOLETÍN MENSUAL  
ENERO





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

**EUROSISTEMA**



## **BOLETÍN MENSUAL ENERO 2012**

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

© Banco Central Europeo, 2012

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

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

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

**Fax**

+49 69 13446000

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

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

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 11 de enero de 2012.*

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>17</b>
Precios y costes	<b>41</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>53</b>
<b>Recuadros</b>	
1 La reciente debilidad del comercio mundial	<b>15</b>
2 Crecimiento monetario e incertidumbre	<b>19</b>
3 Reciente mejora de la posición de inversión internacional de la zona del euro	<b>26</b>
4 Efecto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años	<b>31</b>
5 La evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011	<b>42</b>
6 Factores que limitan el margen disponible para los incrementos de los precios internos	<b>47</b>
7 Introducción del sistema de clasificación de actividades económicas revisado (NACE) en las cuentas nacionales	<b>56</b>
<b>ARTÍCULOS</b>	
La interacción de los intermediarios financieros y su impacto en el análisis monetario	<b>61</b>
Hacia un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado	<b>77</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Publicaciones del Banco Central Europeo	<b>V</b>
Glosario	<b>VII</b>

## 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 12 de enero de 2012, 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, tras las bajadas de 25 puntos básicos decididas el 3 de noviembre y el 8 de diciembre de 2011. La información disponible desde principios de diciembre confirma en líneas generales la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, antes de descender por debajo de esa tasa. Al mismo tiempo, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo moderado. De acuerdo con lo esperado, las tensiones existentes en los mercados financieros continúan frenando la actividad económica de la zona del euro, mientras, según algunos indicadores procedentes de las encuestas, existen algunos primeros indicios de estabilización de la actividad a niveles bajos. Las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y a considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los costes, salarios y precios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas y la evolución de las tasas de inflación debería ser acorde con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En conjunto, para la política monetaria es 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.

La provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación para las operaciones de financiación del Eurosistema se mantendrán a fin de prestar apoyo a las entidades de crédito de la zona del euro y, así, a la financiación de la economía real. El amplio recurso a la primera operación de financiación a tres años indica que las medidas no convencionales de política monetaria del BCE representan una

notable contribución a la mejora de la financiación de las entidades de crédito y, por tanto, un apoyo a las condiciones de financiación y a la confianza. Asimismo, el Eurosistema está trabajando activamente en la aplicación de todas las medidas anunciadas el 8 de diciembre, que deberían constituir un respaldo adicional a la economía. Como se ha manifestado en anteriores ocasiones, todas las medidas no convencionales de política monetaria son de naturaleza temporal.

En lo que se refiere al análisis económico, en el tercer trimestre de 2011, el PIB real de la zona del euro creció a una tasa intertrimestral del 0,1%. Actualmente, diversos factores parecen estar afectando el dinamismo subyacente del crecimiento de la zona del euro, entre ellos, la moderación del ritmo de crecimiento de la demanda mundial y la debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores en la zona del euro. Es probable que la demanda interna se vea afectada por las actuales tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como por el proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue esperando que la actividad económica de la zona del euro se recupere durante 2012, si bien muy gradualmente, apoyada por la evolución de la demanda mundial, unos tipos de interés a corto plazo muy bajos, y las diversas medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

Conforme a la valoración del Consejo de Gobierno, siguen existiendo considerables riesgos a la baja en las perspectivas económicas para la zona del euro en un contexto de gran incertidumbre. Estos riesgos a la baja están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones existentes en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. También están relacionadas con la economía mundial las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Respecto a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del

euro se situó en diciembre de 2011 en el 2,8%, frente al 3,0% registrado en los tres meses anteriores. Este descenso se había previsto y refleja un efecto de base a la baja relacionado con los precios de la energía. Las tasas de inflación se han mantenido en niveles elevados desde finales de 2010, impulsadas principalmente por el aumento de los precios de la energía y de otras materias primas, y es probable que se mantengan por encima del 2% durante los próximos meses antes de descender por debajo de dicha tasa. Esta evolución refleja la expectativa de que, en un contexto de mayor debilidad del crecimiento en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes de los costes, salarios y precios se mantengan moderadas en la zona del euro.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo están, en conjunto, equilibrados. En sentido alcista, los riesgos principales están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años, y a posibles aumentos de los precios de las materias primas. 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, desde una perspectiva adecuada a medio plazo, la tasa de crecimiento monetario subyacente sigue siendo moderada. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,0% en noviembre de 2011, frente al 2,6% registrado en octubre. Como en los tres meses anteriores, la evolución monetaria se vio afectada en noviembre por el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, ajustada de ventas y titulaciones de préstamos, descendió hasta el 1,9% en noviembre, frente al 3,0% de octubre. El crecimiento interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares, ajustado de ventas y titulaciones de préstamos, se moderó en ambos casos en noviembre, situán-

dose, respectivamente, en el 1,8% y en el 2,3%, y se observaron flujos mensuales ligeramente negativos en los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras. En general, a pesar de la moderación del crecimiento de los préstamos, las cifras de préstamos no indican hasta el momento que la intensificación de las tensiones en los mercados financieros se haya traducido en una reducción notable del crédito en el conjunto de la zona del euro en el período hasta noviembre. Al mismo tiempo, como los efectos en la oferta de crédito pueden manifestarse con desfases, procede examinar atentamente la evolución del crédito en el futuro próximo.

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

En síntesis, la información disponible confirma en líneas generales la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Es probable que la inflación se mantenga por encima del 2% en los próximos meses, antes de descender por debajo de dicha tasa. De acuerdo con lo esperado, las actuales tensiones en los mercados financieros continúan frenando la actividad económica de la zona del euro, mientras, según algunos indicadores procedentes de las encuestas, existen algunos primeros indicios de estabilización de la actividad a niveles bajos. Las perspectivas económicas siguen sujetas a una gran incertidumbre y a considerables riesgos a la baja. En este contexto, las presiones de los costes, salarios y precios de la zona del euro deberían seguir siendo moderadas y la evolución de las tasas de inflación debería ser acorde con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. El contraste efectuado con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama, en el que el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado.

En cuanto a las políticas fiscales, los Gobiernos de la zona del euro han de hacer todo lo posible por apoyar la sostenibilidad fiscal corrigiendo los déficits excesivos de acuerdo con los calendarios acordados y acercándose al objetivo de alcanzar saldos presupuestarios estructurales equilibrados o superávit a medio plazo. Las desviaciones en la aplicación de los planes de saneamiento de las finanzas públicas en los países vulnerables deben corregirse con rapidez mediante mejoras fiscales estructurales. En lo que se refiere a las nuevas disposiciones del marco de gobernanza económica de la UE que ha entrado recientemente en vigor, resulta imprescindible que todos sus elementos se apliquen de forma rigurosa. Las medidas ambiciosas dirigidas a prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos y presupuestarios constituyen el único medio para fomentar la confianza del público en la solidez de las políticas y reforzar con ello la confianza general de la economía.

El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el acuerdo del Consejo Europeo de avanzar hacia una unión económica más fuerte, anunciado el 9 de diciembre de 2011. El nuevo pacto fiscal que comprende una reafirmación fundamental de las reglas fiscales, además de los compromisos fiscales asumidos por los Gobiernos de la zona del euro, constituye una contribución importante para la garantía a largo plazo de la sostenibilidad de las finanzas públicas en los países de la zona del euro. La formulación de las disposiciones ha de ser efectiva y no contener ambigüedades. El desarrollo adicional de los instrumentos de la estabilidad financiera europea debería reforzar la efectividad de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y del Mecanismo Europeo

de Estabilidad. Ahora se necesita urgentemente la rápida puesta en marcha de dichos instrumentos. En lo que respecta a la participación del sector privado en la ayuda financiera para países endeudados, el Consejo de Gobierno se congratula de la confirmación de que las decisiones adoptadas el 21 de julio y el 26 y el 27 de octubre de 2011 en relación con la deuda de Grecia son únicas y excepcionales.

El Consejo de Gobierno pide que, además de sanear las finanzas públicas, se lleven a cabo urgentemente reformas estructurales decididas y ambiciosas. El saneamiento presupuestario, unido a las reformas estructurales, reforzaría la confianza, las perspectivas de crecimiento y la creación de empleo. Es preciso llevar a cabo rápidamente reformas fundamentales que ayuden a los países de la zona del euro a mejorar su competitividad y a incrementar la flexibilidad y el potencial de crecimiento a más largo plazo de sus economías. Las reformas de los mercados de productos deben centrarse en abrir plenamente estos mercados a una competencia más intensa. Las reformas de los mercados de trabajo deben centrarse en eliminar rigideces y aumentar la flexibilidad salarial.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza el papel y el cambio de patrones de la intermediación financiera en la zona del euro y examina las implicaciones para la ejecución del análisis monetario. En el segundo artículo se presenta una visión del mercado y de los principios y las características económicas de los pagos con tarjeta y se identifican áreas que es necesario abordar para lograr un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

*En un contexto de mayor incertidumbre y persistencia de las tensiones en los mercados financieros, los indicadores de opinión más recientes sugieren que, si bien el crecimiento mundial se ha venido moderando en los últimos meses, parecen vislumbrarse algunas señales incipientes de estabilización. La dinámica de la inflación sigue estando contenida en las economías avanzadas. En las economías emergentes, las tasas de inflación han experimentado últimamente un ligero descenso, aunque persisten las presiones subyacentes.*

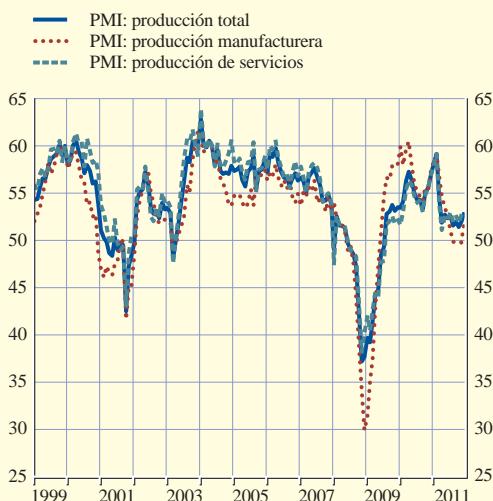
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

El crecimiento de la economía mundial ha experimentado una pérdida de impulso en los últimos meses, aunque parecen vislumbrarse algunas señales incipientes de estabilización. De cara al futuro, pese a los datos más positivos publicados recientemente, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga siendo lento. A medio plazo, se prevé que el proceso de ajuste en marcha continúe limitando las perspectivas de crecimiento. Los riesgos guardan relación, principalmente, con las tensiones en los balances, tanto del sector privado como del sector público, así como con la persistente debilidad de los mercados de trabajo y de la vivienda en algunas de las principales economías avanzadas. En las economías emergentes, la reciente moderación del crecimiento debería ayudar a aliviar algunas de las presiones de recalentamiento que han prevalecido en determinadas economías.

En diciembre de 2011, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios aumentó hasta 53. Si bien esta es la cifra más alta registrada desde abril de 2011, sigue siendo inferior a la media de largo plazo. El índice correspondiente al sector manufacturero mundial se situó ligeramente por encima del umbral de 50, tras haber permanecido por debajo de ese nivel en los cuatro meses anteriores. Al mismo tiempo, el sector servicios siguió manteniéndose por encima del umbral de expansión. El componente de nuevos pedidos del índice PMI aumentó en diciembre, tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

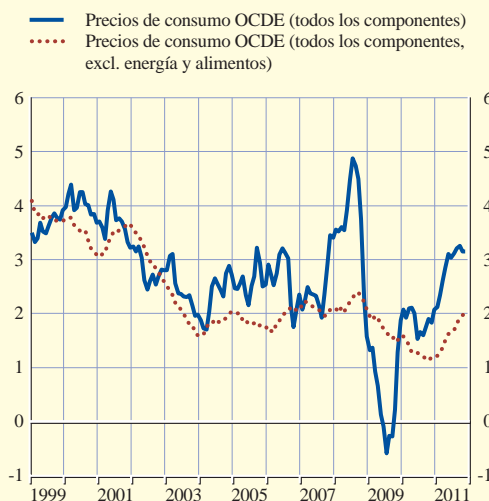
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

La dinámica de la inflación siguió estando relativamente contenida en las economías avanzadas. En los países de la OCDE, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, se situó en el 3,1% en noviembre, frente al 3,2% de octubre. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se mantuvo sin variación en el 2% en noviembre. En las economías emergentes, aunque las tasas de inflación han experimentado últimamente algunos descensos, persisten las presiones subyacentes.

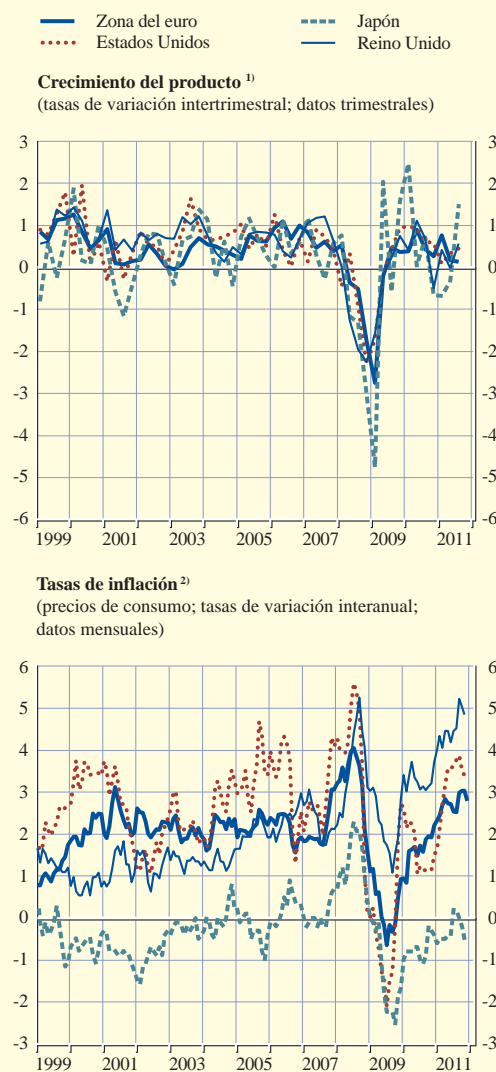
#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica cobró impulso en el tercer trimestre de 2011, tras crecer a un ritmo lento en el primer semestre del año. La tercera estimación de la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real de Estados Unidos creció a una tasa interanual del 1,8% en el tercer trimestre de 2011 (0,5% en tasa intertrimestral). Aunque el ritmo de crecimiento fue más flojo de lo estimado anteriormente, se situaba todavía por encima de la tasa anualizada del 1,3% observada en el segundo trimestre del año. La expansión registrada en el tercer trimestre estuvo respaldada por el crecimiento del gasto en consumo y por la inversión no residencial en capital fijo, mientras que la inversión residencial continuó siendo débil. Los datos mensuales disponibles apuntan a una expansión moderada de la economía en el último trimestre de 2011.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 3,4% en noviembre de 2011, desde el 3,5% registrado el mes anterior. Este es el segundo descenso consecutivo desde el máximo del 3,9% observado en septiembre, principalmente como resultado de una moderación de los precios de las materias primas. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación medida por el IPC se incrementó ligeramente hasta una tasa interanual del 2,2%, frente al 2,1% de octubre. La evolución reciente de la inflación subyacente refleja, en parte, cierta estabilización del crecimiento del coste de los alquileres, en consonancia con el deterioro del mercado de la vivienda, tras un aumento sostenido desde mediados de 2010.

El 13 de diciembre de 2011, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que, pese a la aparente desaceleración del crecimiento mundial, los indicadores recientes apuntan a una moderada expansión de la economía y a cierta mejora en las condiciones generales del mercado

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



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

de trabajo. El Comité decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales y siguió previendo que la situación económica probablemente justificará que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2013. Para fomentar la claridad y la transparencia en las comunicaciones con el público, el Comité introduciría varios cambios, con efectos a partir de su próxima reunión de enero de 2012, incluida la decisión de publicar proyecciones de los participantes en lo que se refiere al nivel adecuado del objetivo de tipo de interés de los fondos federales, basadas en las expectativas respecto a la futura evolución económica.

### JAPÓN

En Japón, la segunda publicación de los datos sobre las cuentas nacionales correspondientes al tercer trimestre del año pasado confirma la recuperación de la actividad económica tras el gran terremoto que asoló la región oriental del país en marzo de 2011, aunque el crecimiento del PIB real se revisó a la baja ligeramente, hasta el 1,4% en tasa intertrimestral. Para el cuarto trimestre de 2011, los indicadores recientes sugieren un debilitamiento de la actividad económica en un contexto de caída de la demanda mundial y de distorsiones de oferta causadas por las inundaciones en Tailandia. Ajustadas por las variaciones de los precios de exportación y las fluctuaciones estacionales, las exportaciones se redujeron un 7,3% entre septiembre y noviembre, dando lugar a un deterioro de la balanza comercial.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de consumo, la inflación interanual medida por el IPC cayó hasta el -0,5% en noviembre (desde el -0,2% en octubre). En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 21 de diciembre, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0% y el 0,1%.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, la actividad económica ha seguido siendo moderada. La mayor parte de los indicadores de opinión de las empresas y los hogares han mantenido la debilidad en los últimos meses, aunque algunos de ellos han mejorado ligeramente en diciembre de 2011. La situación del mercado de trabajo no ha mostrado señales de mejora, manteniéndose la tasa de paro en el 8,3%, en promedio, en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2011. En general, es probable que se mantenga la atonía del crecimiento de la actividad económica en el corto plazo, aunque los estímulos monetarios deberían proporcionar cierto respaldo. Se prevé que el crecimiento de la demanda interna siga estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias, mientras que el deterioro de las perspectivas de la demanda externa probablemente limitará el crecimiento de las exportaciones.

La inflación ha seguido descendiendo, pero continúa siendo elevada. La inflación interanual medida por el IPC y la inflación medida por el IPC excluidos la energía y los alimentos no elaborados se redujeron 0,2 puntos porcentuales en noviembre, hasta el 5% y el 3,6%, respectivamente. La gradual disminución de algunos factores temporales (precios más elevados de las materias primas en el pasado, fuertes incrementos del precio de la electricidad en el otoño de 2011 y aumento del tipo impositivo del IVA en enero de 2011), así como la existencia de capacidad productiva sin utilizar, deberían contribuir a atenuar las presiones inflacionistas. El Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito y decidió mantener en 275 mm de libras esterlinas el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central.

### CHINA

En China, el crecimiento económico está experimentando una desaceleración gradual, pese a que, hasta ahora, la economía ha dado, en gran medida, muestras de resistencia frente al empeoramiento de las

perspectivas mundiales y a que los índices PMI indicaban una ligera mejora de la actividad económica en diciembre. No obstante, el crecimiento de las exportaciones nominales se redujo hasta el 13,4 %, en tasa interanual, desde el 13,8 % de noviembre. La inversión en activos fijos y el valor añadido en la industria registraron una desaceleración en noviembre, aunque muy poco significativa, mientras que el crecimiento de las ventas al por mayor siguió siendo robusto. Las políticas macroprudenciales encaminadas a enfriar el mercado de la vivienda están restringiendo la inversión inmobiliaria y los volúmenes de ventas.

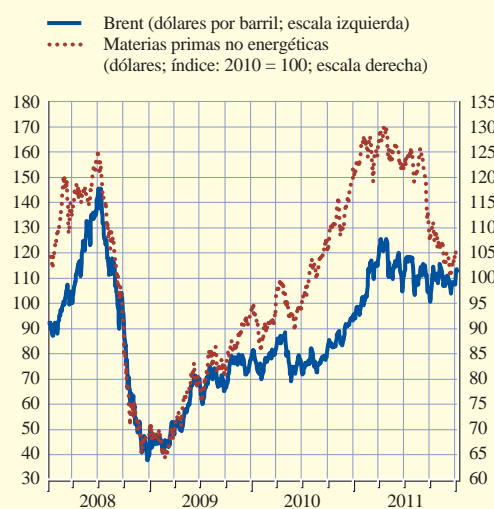
La inflación interanual medida por el IPC descendió hasta el 4,1 % en diciembre, desde el 4,2 % de noviembre. El descenso estuvo determinado, principalmente, por el componente no alimenticio. Los nuevos préstamos internos y el agregado M2 experimentaron una ligera aceleración en diciembre, después de que, en noviembre, el Banco Central de la República Popular China redujera en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas obligatorias. En diciembre, el banco central mantuvo sin variación los tipos de interés oficiales y el coeficiente de reservas obligatorias. En la reunión anual de la Central Economic Work Conference, las autoridades acordaron que mantener la estabilidad del crecimiento económico era la principal prioridad en materia de política para 2012, junto con la reestructuración económica y el control de las expectativas de inflación.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Debido a un repunte en los primeros días de 2012, los precios del petróleo aumentaron, en general, entre principios de diciembre y los primeros días de enero. El precio del barril de Brent se situaba, el 11 de enero de 2012, en 113,4 dólares estadounidenses, es decir, un 21,6 % por encima del nivel de comienzos de 2011 y un 2,4 % por encima del observado a comienzos de diciembre (gráfico 4). No obstante, de cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 103,6 dólares estadounidenses el barril.

El aumento general de los precios del petróleo oculta un descenso inicial durante la primera quincena de diciembre, debido al empeoramiento de las noticias macroeconómicas y a la decisión adoptada por la OPEP el 14 de diciembre de elevar, finalmente, su cuota de producción. Se esperaba que la decisión, la primera adoptada en casi tres años, respaldase en cierta medida los escasos niveles de existencias. No obstante, desde entonces, la inquietud respecto a una fuerte interrupción en el suministro en Irán, asociada a la escalada de las tensiones por el desarrollo de su programa nuclear, han impulsado los precios continuamente al alza. En particular, las sanciones impuestas recientemente por Estados Unidos y el embargo acordado por la UE sobre las importaciones de petróleo de Irán a partir de una fecha todavía no determinada desencadenaron un repunte de los precios y parecen haber dejado en un segundo plano la preocupación por el impacto de la incertidumbre respecto a las perspectivas macroeconómicas sobre la demanda de petróleo.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

En cifras agregadas, los precios de las materias primas no energéticas continuaron descendiendo ligeramente durante el mes de diciembre. Aunque tanto los precios de los metales como los de los alimentos se han visto afectados negativamente hasta cierto punto por la inquietud respecto a una desaceleración del crecimiento mundial, las perspectivas de una posible interrupción en el suministro, como consecuencia de la falta de lluvias en América Latina, han impulsado al alza los precios de los alimentos, especialmente los de los cereales. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de diciembre, un 14,8 % por debajo del nivel registrado a comienzos de 2011.

### 1.3 TIPOS DE CAMBIO

Durante el último trimestre de 2011, 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 contexto de persistente y elevada volatilidad. El 11 de enero de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 4,1 % por debajo del nivel registrado a finales de septiembre de 2011 y un 5 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, durante el último trimestre, el euro se ha depreciado frente a casi todas las principales monedas. Entre el 30 de septiembre de 2011 y el 11 de enero de 2012 el euro se depreció frente al dólar estadounidense (5,8 %), la libra esterlina (4,7 %), el yen japonés (5,7 %) y el renminbi chino (6,8 %). El euro se depreció también frente a otras monedas asiáticas, en particular frente al won coreano, el dólar

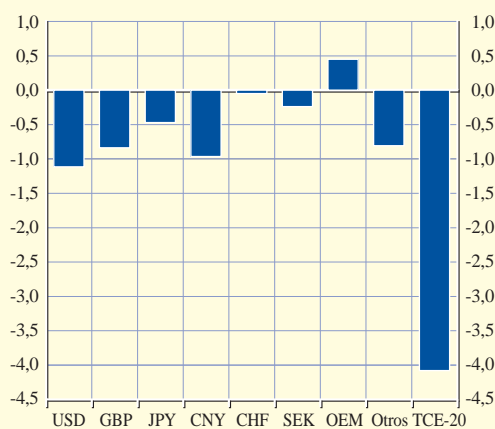
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20<sup>2)</sup>  
Del 30 de septiembre de 2011 al 11 de enero de 2012  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

### Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro<sup>1)</sup>

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 11 de enero de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 11 de enero de 2012		
			desde: 30 de septiembre de 2011	desde: 3 de enero de 2011	en comparación con: media de 2011
Dólar estadounidense	19,4	1,272	-5,8	-4,7	-8,6
Libra esterlina	17,8	0,826	-4,7	-4,1	-4,8
Renminbi chino	13,6	8,030	-6,8	-8,7	-10,7
Yen japonés	8,3	97,9	-5,7	-10,0	-11,8
Franco suizo	6,4	1,212	-0,4	-2,8	-1,7
Zloty polaco	4,9	4,461	1,3	12,7	8,3
Corona sueca	4,9	8,809	-4,9	-1,4	-2,4
Corona checa	4,1	25,82	4,3	2,9	5,0
Won coreano	3,9	1,477	-7,4	-1,6	-4,2
Forint húngaro	3,1	311,9	6,6	12,0	11,7
TCEN <sup>2)</sup>		99,2	-4,1	-3,3	-5,0

Fuente: BCE.

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

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

de Hong Kong y el dólar de Singapur, en un 7,4 %, un 6,1 % y un 6,5 %, respectivamente, así como frente a las monedas de algunos exportadores de materias primas. Durante el mismo período, el tipo de cambio del euro frente al franco suizo prácticamente no experimentó variación. La moneda única se apreció frente a algunas otras monedas europeas, principalmente frente al forint húngaro, la corona checa y el zloty polaco (un 6,6 %, un 4,3 % y un 1,3 %, respectivamente) (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados, medida sobre la base de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó durante el período de referencia en la mayoría de los pares de monedas y actualmente se sitúa muy por encima de los niveles medios de largo plazo.

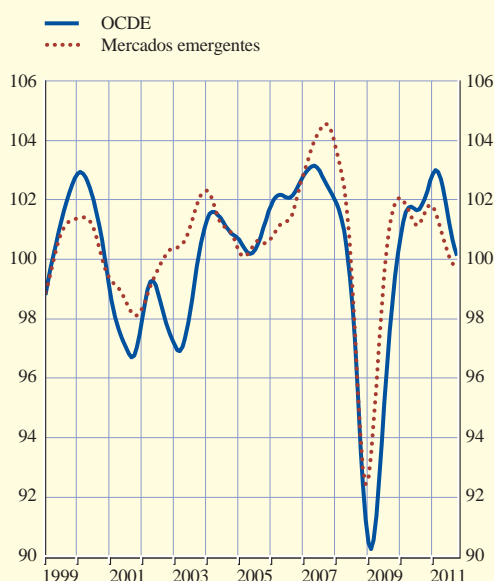
Entre el 30 de septiembre de 2011 y el 11 de enero de 2012, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón se aproximó a su paridad central dentro de la banda de fluctuación de  $\pm 1$  % establecida unilateralmente.

#### 1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía mundial siga siendo moderado como consecuencia del aumento de la incertidumbre, de las tensiones en los mercados financieros mundiales y del proceso de ajuste en curso en las principales economías avanzadas. En octubre, el indicador

### 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.

El sintético adelantado de la OCDE seguía apuntando a una desaceleración en los países de esta organización y en otras grandes economías, con alguna variación en su intensidad según los países. Además, los datos más recientes sobre el comercio mundial también sugieren un crecimiento lento en los próximos meses. En el recuadro 1 se analizan con más detalle las tendencias recientes del comercio mundial.

En un entorno de elevada incertidumbre, los riesgos para la actividad siguen situándose a la baja y están relacionados, principalmente, con la posibilidad de que se reintensifiquen las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros, así como las presiones proteccionistas, y de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

Recuadro 1

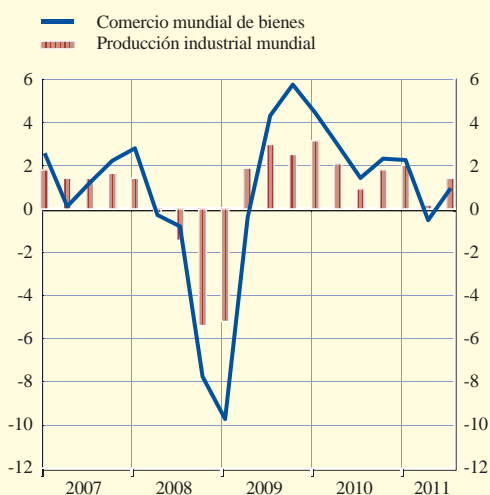
LA RECIENTE DEBILIDAD DEL COMERCIO MUNDIAL

El comercio mundial ha mostrado cierta debilidad en los últimos trimestres. En el segundo trimestre de 2011, el comercio mundial de mercancías experimentó una contracción del 0,5 % en tasa intertrimestral y solo registró un moderado crecimiento del 1 % en el tercer trimestre. La reciente debilidad del comercio mundial evoca el período 2008-2009, cuando se produjo la última contracción. Entonces, la caída del comercio mundial no solo fue excepcionalmente acusada, sino que además sobrepasó significativamente a la experimentada por la producción mundial. Varios factores, como la composición y los efectos de las existencias, las restricciones financieras y las relaciones verticales, amplificaron la caída del comercio en 2008 y 2009<sup>1</sup>. En este contexto, se investiga a continuación si la reciente debilidad del comercio mundial obedece a factores como los mencionados o si se trata, básicamente, de un proceso acorde con el enfriamiento generalizado de la actividad económica mundial.

Normalmente, el comercio mundial crece y se reduce al compás del nivel general de actividad económica mundial. Este movimiento conjunto fue también evidente en el segundo y en el tercer trimestres de 2011, cuando la atonía del crecimiento de la producción industrial mundial se reflejó en la debilidad de la dinámica del comercio (véase gráfico A). No obstante, aún está por determinar si la magnitud de la reciente caída del comercio mundial (y la moderación del crecimiento en el trimestre siguiente) fue proporcional a las condiciones económicas mundiales. Para responder a este interrogante, en este recuadro se ha adoptado la «metodología de cuña»<sup>2</sup>. Basándose en

Gráfico A Comercio mundial de bienes y producción industrial mundial

(tasas de variación intertrimestral)



Fuente: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).  
Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

1 Véase el artículo titulado «Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010.

2 Para más información sobre la metodología, véase A. Levchenko, L. Lewis y L. Tesar, «The collapse of international trade during the 2008-2009 crisis: in search of the smoking gun», *Economic Review*, FMI, vol. 58, n.º 2, 2010.

datos nacionales de las principales economías de la OCDE no pertenecientes a la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2011, se calcula la cuña entre el crecimiento observado de las importaciones de un país y la tasa de crecimiento de las importaciones «que predice la teoría». Esta última se basa en una relación calibrada de la demanda de importaciones, que se apoya en el supuesto de que las importaciones aumentarán con: i) la absorción interna («demanda»), y ii) el precio de los productos nacionales en relación con los precios de importación. Un valor de la cuña próximo a cero sugiere que el crecimiento del comercio exterior se explica satisfactoriamente por la absorción y los precios relativos.

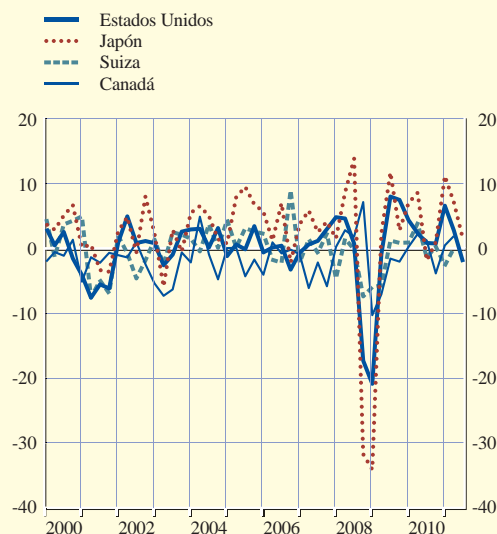
Las cuñas han resultado relativamente pequeñas (en valores absolutos) en los dos últimos trimestres de la muestra (véase gráfico B). En otras palabras, el crecimiento de las importaciones fue, en general, coherente con la evolución de la absorción y de los precios relativos, y hay escasa evidencia de que el comercio mundial se haya visto lastrado por factores especiales. Para otras economías de la OCDE se extraen conclusiones similares. Por el contrario, en 2008-2009 se registraron cuñas negativas excepcionalmente grandes en países como Estados Unidos y Japón, lo que confirma que la caída de las exportaciones en aquel momento fue notablemente más acusada que lo que habría predicho una ecuación sencilla de demanda de importaciones. Modelos de comercio empíricos más elaborados confirman ampliamente estas conclusiones.

Los indicadores de corto plazo sugieren que el comercio internacional seguirá, probablemente, una trayectoria muy similar a la de la producción mundial en los próximos meses. Tras varias lecturas más bien desfavorables, los índices de directores de compras (PMI) que registran la evolución de la producción mundial y de los nuevos pedidos de exportación en el sector manufacturero mostraron señales de estabilización en el último trimestre de 2011. No obstante, el índice PMI global de nuevos pedidos de exportación se mantuvo ligeramente por debajo del umbral teórico de 50, que separa la expansión de la contracción, en consonancia con la débil dinámica del comercio que se observa a finales del año.

Como conclusión, puede afirmarse que la reciente debilidad del comercio internacional ha sido, en general, coherente con la falta de dinamismo de las condiciones económicas mundiales, sin que haya evidencia concluyente de que los factores especiales hayan sido un lastre en este sentido. Los indicadores adelantados sugieren que el comercio y la producción mundiales seguirán evolucionando de forma muy acompasada a corto plazo.

**Gráfico B «Cuñas» de importación de algunos de los principales países de la OCDE no pertenecientes a la zona del euro**

(puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE (Quarterly National Accounts) y expertos del BCE. Nota: Las cifras positivas indican que el crecimiento intertrimestral observado de las importaciones fue mayor que el crecimiento implícito en una ecuación de importaciones estándar. La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011 (salvo en el caso de Canadá y Suiza, que corresponde al segundo trimestre de 2011). No se dispone de datos puntuales para el Reino Unido.



## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó significativamente en noviembre de 2011. En conjunto, la débil evolución monetaria continuó reflejando los elevados niveles de incertidumbre en la economía y en los mercados financieros. Esta incertidumbre se manifestó en la nueva reducción de los depósitos de M3 por parte de los inversores institucionales y en el descenso observado en las operaciones interbancarias llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central pertenecientes al sector tenedor de dinero. Además, algunos tenedores de dinero siguieron desplazando sus fondos hacia fuera de la zona del euro. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado registró un marcado retroceso, como consecuencia de la caída de los préstamos concedidos a intermediarios financieros no monetarios. Al mismo tiempo, los modestos flujos de entrada mensuales observados en los préstamos a los hogares en noviembre se vieron contrarrestados, en gran parte, por una contracción de los préstamos a las sociedades no financieras. Las cifras sobre préstamos no apuntan todavía a que se esté produciendo un recorte significativo del crédito en la zona del euro en su conjunto. Sin embargo, teniendo en cuenta que los efectos en la oferta de crédito podrían manifestarse con retardo, es necesario vigilar atentamente la evolución del crédito y de la situación de financiación de las entidades de crédito en los próximos meses. En conjunto, la tasa subyacente de expansión monetaria y crediticia se mantuvo en niveles moderados.

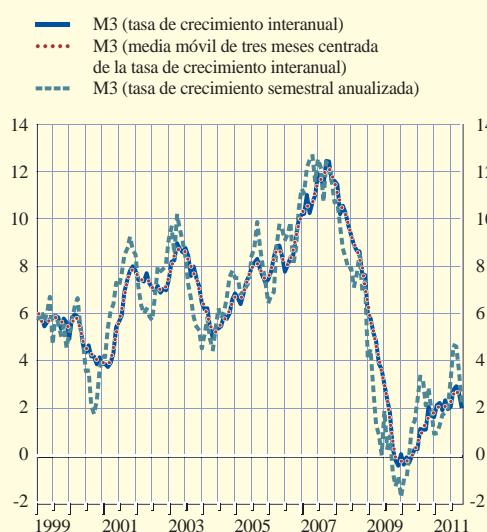
### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 disminuyó significativamente hasta situarse en el 2% en noviembre de 2011, frente al 2,6% de octubre (véase gráfico 7). Por un lado, tres cuartas partes de esta moderación del crecimiento interanual de M3 responden a un efecto de base relacionado con cuantiosas operaciones interbancarias llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central en noviembre de 2010. Por otro, la tasa de crecimiento intermensual fue moderadamente negativa (-0,15%) en noviembre. Los flujos mensuales negativos fueron atribuibles a la contracción de las cesiones temporales, lo que, a su vez, reflejó un descenso de las operaciones de préstamo realizadas en el mercado monetario con garantías a través de entidades de contrapartida central ubicadas en la zona del euro. Si se ajustan por el impacto de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central, las tenencias de M3 aumentaron ligeramente con respecto al mes anterior. De igual modo, la tasa de crecimiento interanual del agregado M3 ajustado, pese a mantenerse en niveles reducidos, se incrementó moderadamente, situándose en el 1,6% en noviembre, frente al 1,4% de octubre.

En conjunto, como ocurrió en octubre, la débil evolución monetaria continuó reflejando los elevados niveles de incertidumbre en la economía y en los mercados financieros. Por lo que respecta a los componentes, esta incertidumbre se manifestó en la nueva reducción de los depósitos de M3 por

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

parte de los inversores institucionales y en el descenso observado en las operaciones interbancarias llevadas a cabo a través de entidades de contrapartida central. En cambio, los depósitos de M3 de los hogares volvieron a registrar pequeñas entradas en el contexto de la intensificación de la crisis de la deuda soberana y de las caídas de las cotizaciones bursátiles durante la mayor parte del mes. Los hogares también desplazaron parte de sus depósitos a la vista hacia depósitos menos líquidos, en respuesta a sus distintas rentabilidades.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero (ajustados por el impacto de las ventas y titulizaciones) descendió ligeramente en noviembre, ya que los modestos flujos de entrada mensuales registrados en los préstamos a los hogares se vieron contrarrestados, en gran parte, por una contracción de los préstamos a las sociedades no financieras. Sin embargo, la tenue evolución de los préstamos no apunta todavía a que se esté restringiendo significativamente la oferta de crédito en la zona del euro. El sector tenedor de dinero también continuó desplazando fondos hacia fuera de la zona del euro en noviembre, lo que se evidencia en el retroceso de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM. Al mismo tiempo, las presiones de financiación en el sector bancario se intensificaron nuevamente como consecuencia de la escasa emisión de valores distintos de acciones a largo plazo y de la retirada de depósitos por parte de no residentes en la zona del euro. Sin embargo, las medidas no convencionales introducidas por el Eurosistema a principios de diciembre —particularmente las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años— deberían aliviar estas presiones.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro (excluido el Eurosistema) descendieron en noviembre por segundo mes consecutivo, lo que refleja claramente el impacto de las presiones para desapalancar el balance de las entidades de crédito. Esta disminución observada en noviembre estuvo determinada, sobre todo, por una notable reducción de los activos exteriores, principalmente préstamos a no residentes, pero también por una caída de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por no residentes. A este respecto, el comportamiento de las entidades de crédito ha seguido un «orden de preferencia» (*pecking order*), según el cual se desprenden antes de los activos de elevada liquidez o que no constituyen activos básicos que de aquellos que forman parte de su actividad principal.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La desaceleración del crecimiento interanual de M3 observada en noviembre fue reflejo, principalmente, de los acusados descensos de las tasas de crecimiento interanual de los instrumentos negociables y, en menor medida, de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. El agregado monetario estrecho M1, cuya tasa de crecimiento interanual se incrementó ligeramente, fue el único componente principal que sustentó la evolución monetaria en noviembre.

La tasa de crecimiento interanual de M1 ascendió hasta el 2,1 % en noviembre, frente al 1,7 % del mes anterior, siendo los depósitos a la vista los principales causantes de este aumento. En concreto, el sector financiero no monetario incrementó sus tenencias de depósitos a la vista en noviembre, probablemente como consecuencia de la acumulación de la liquidez procedente de las ventas de valores y de la necesidad de retener instrumentos líquidos en un entorno de persistencia de las elevadas tensiones en los mercados financieros. En cambio, las sociedades no financieras y los hogares redujeron sus tenencias de depósitos a la vista. Los hogares continuaron prefiriendo dirigir tanto los ahorros previamente acumulados como los nuevos hacia otros componentes de M3, en particular depósitos a plazo hasta dos años. En el recuadro 2 se proporciona un análisis detallado de los desplazamientos de carteras hacia y desde M1, así como del papel que desempeña la incertidumbre.

## Recuadro 2

**CRECIMIENTO MONETARIO E INCERTIDUMBRE**

Aunque existe evidencia abundante de que el crecimiento monetario tiene propiedades de indicador adelantado de la inflación a medio y a largo plazo, estas propiedades pueden debilitarse durante determinados períodos, especialmente en aquellos que se caracterizan por una variación significativa en la demanda de dinero provocada por un aumento de la incertidumbre acerca del entorno económico, ya que en esos momentos es posible que los saldos monetarios se mantengan principalmente por motivos de precaución o de cartera, más que por motivos de transacción<sup>1</sup>. La intensificación de las tensiones observada en los mercados de deuda soberana desde agosto de 2011 ha incrementado las tensiones financieras en el sector bancario de la zona del euro y en el sistema financiero en general. Estos elevados niveles de estrés, que son reflejo de los distintos tipos de incertidumbre, también han afectado a la evolución monetaria de la zona del euro. En este recuadro se analiza la naturaleza de las incertidumbres que subyacen a las tensiones en los mercados financieros y se consideran los efectos potencialmente ambiguos que pueden tener en relación con la evolución monetaria. Asimismo, se intenta cuantificar el impacto que las tensiones en los mercados financieros derivadas de la incertidumbre han tenido en el agregado monetario estrecho M1 durante la crisis financiera y de la deuda soberana.

**Desplazamientos de carteras relacionados con la incertidumbre**

Las tensiones en los mercados financieros pueden deberse al incremento de la incertidumbre entre prestamistas e inversores en relación con el valor fundamental de los activos financieros y reales<sup>2</sup>. Por consiguiente, es probable que la incertidumbre afecte a las decisiones sobre la asignación de carteras, observándose dos efectos que se compensan parcialmente entre sí. En primer lugar, un aumento del grado de incertidumbre puede provocar desplazamientos hacia activos nacionales de menos riesgo, como los instrumentos monetarios líquidos. En segundo lugar, dependiendo de la naturaleza de la incertidumbre, las tenencias de activos monetarios pueden disminuir, pues los agentes querrán cambiar los activos nominales por activos reales o los activos nacionales por activos exteriores. La importancia relativa de estos dos efectos y el resultado total dependen, entre otros factores, del agregado monetario considerado y de la correlación entre el rendimiento de los activos<sup>3</sup>.

En general, para que el crecimiento del agregado monetario amplio aumente como consecuencia de los desplazamientos de carteras, el sector tenedor de dinero tiene que vender los activos con riesgo a las IFM de la zona del euro, a un Gobierno de la zona o a no residentes en la zona del euro. Los desplazamientos de cartera observados en el período comprendido entre 2001 y 2003 son un ejemplo. Dicho período se caracterizó por la repatriación de fondos por parte de los tenedores de dinero de la zona del euro, que vendieron a no residentes los activos exteriores que habían adquirido previamente (principalmente acciones), manteniendo los ingresos obtenidos en activos monetarios<sup>4</sup>. Esta tendencia a repatriar fondos a nivel mundial y esta preferencia por activos líquidos y seguros también se pudo observar en la fase inicial de la crisis financiera, en 2007 y 2008.

1 Para un análisis detallado, véase el artículo titulado «Demanda de dinero e incertidumbre», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2005.

2 Véase C. Hakkio y W. Keeton, «Financial Stress: What Is It, How Can It Be Measured, and Why Does It Matter?», *Economic Review*, segundo trimestre, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, 2009.

3 Véanse J. Atta-Mensah, «The Demand for Money in a Stochastic Environment», *Working Papers*, n.º 2004-7, Banco de Canadá, marzo de 2004; y W. Choi y S. Oh, «A money demand function with output uncertainty, monetary uncertainty, and financial innovations», *Journal of Money, Credit y Banking*, vol. 35, n.º 5, 2003.

4 Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «El impacto sobre M3 de los desplazamientos de cartera producidos por una mayor incertidumbre», en el artículo mencionado en la nota 1.

En el período actual, en el que la incertidumbre se deriva, principalmente, de los problemas de la deuda soberana en algunos países de la zona del euro, a los que se suman las presiones sobre el sector bancario, la posibilidad de un período prolongado de desplazamientos de cartera hacia activos monetarios puede ser más limitada, ya que las IFM están intentando desapalancarse y los inversores no residentes podrían optar por no invertir en activos de la zona del euro, lo que contribuiría a generar presiones a la baja sobre el crecimiento monetario.

### Medidas de incertidumbre

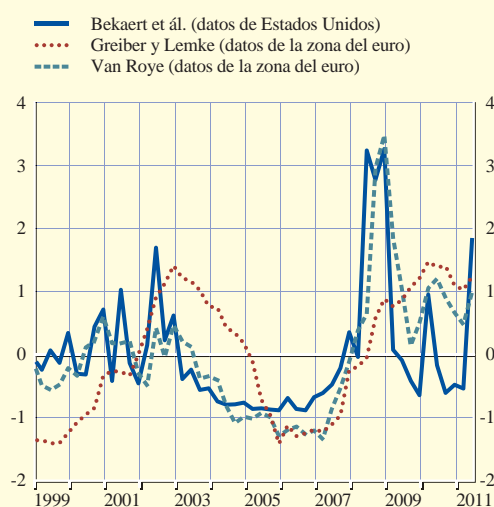
La literatura económica ofrece numerosas definiciones de incertidumbre, que, a su vez, dan lugar a una amplia gama de indicadores. En el gráfico A se presentan algunos indicadores de la incertidumbre y de las tensiones en los mercados financieros. Es importante señalar que existen diferencias considerables en los tipos de incertidumbre subyacente que recogen los distintos indicadores. Por ejemplo, la medida de incertidumbre propuesta por Bekaert, Hoerova y Lo Duca<sup>5</sup> se centra en el mercado de valores de Estados Unidos y, por tanto, es probable que refleje el impacto de la incertidumbre relacionada tanto con los acontecimientos económicos generales como con los geopolíticos. Greiber y Lemke<sup>6</sup> construyen una variable que permite aproximar el impacto de la incertidumbre en las preferencias de liquidez de los agentes económicos con la ayuda de: i) la rentabilidad a medio plazo de las acciones y los bonos; ii) las medidas de pérdidas en los mercados de valores y de volatilidad, y iii) los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas. Una amplia gama de indicadores de los mercados financieros sirven para obtener los indicadores de incertidumbre

5 Véase G. Bekaert, M. Hoerova, y M. Lo Duca, «Risk, uncertainty and monetary policy», *NBER Working Paper Series*, n.º 16397, National Bureau of Economic Research, 2010. Esta medida también proporciona una estimación de la aversión al riesgo.

6 Véase C. Greiber y W. Lemke, «Money demand and macroeconomic uncertainty», *Discussion Paper Series 1*, n.º 26, Deutsche Bundesbank, 2005.

**Gráfico A Medidas de incertidumbre**

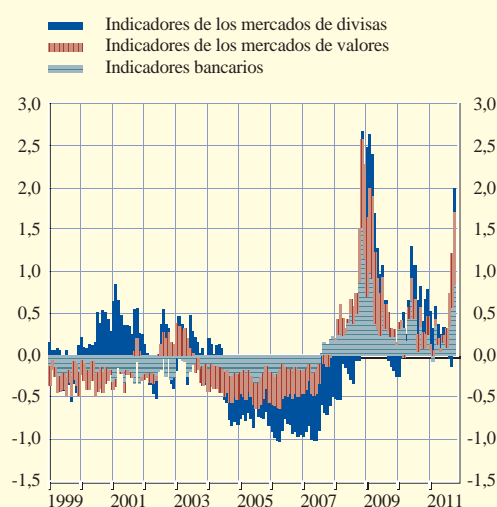
(desviación escalada con respecto a la media; datos trimestrales)



Fuentes: Véanse los documentos mencionados en las notas 5, 6 y 7, respectivamente.  
Nota: Todas las series están ajustadas a la media y normalizadas de forma que tienen la misma desviación estándar general.

**Gráfico B Descomposición de un indicador de las tensiones en los mercados financieros para la zona del euro**

(contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Véase el documento mencionado en la nota 7.

propuestos por van Roye<sup>7</sup>. Los datos que utilizan Bekaert et al. corresponden a Estados Unidos, mientras que los que usan Greiber y Lemke y van Roye se refieren a la zona del euro.

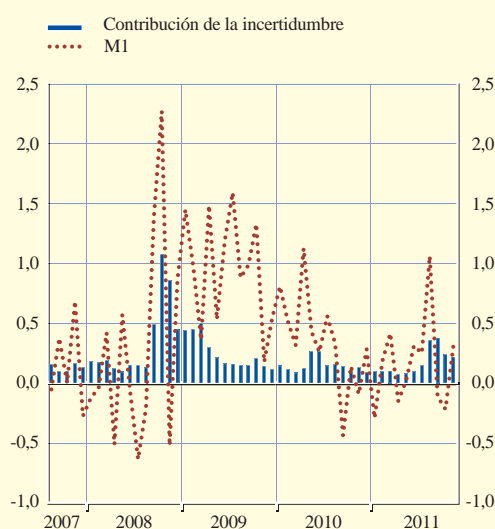
En el gráfico B, la medida estimada por van Roye de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro se descompone en: i) indicadores bancarios; ii) indicadores de los mercados de valores, y iii) indicadores de los mercados de divisas. El gráfico muestra que, tras una situación de calma en los mercados financieros entre 2004 y 2007, las tres fuentes de incertidumbre se han desplazado en la misma dirección desde 2008, contribuyendo los *shocks* bancarios en mayor medida que los otros dos componentes. En el tercer trimestre de 2011, las contribuciones de los indicadores bancarios y de los indicadores de los mercados de valores aumentaron de forma acusada, al igual que en el período que siguió a la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008. El gráfico también ilustra la diferencia entre la crisis financiera actual y el período de intensificación de la incertidumbre financiera, económica y geopolítica causante de los desplazamientos de cartera hacia el dinero entre 2001 y 2003. En dicho período, la incertidumbre, más que originarse en la zona del euro, se transmitió a la misma, de modo que la contribución más importante procedió de los indicadores de los mercados de divisas. En particular, en dicho período los indicadores bancarios y de los mercados de valores compensaron parcialmente el impacto del aumento de la incertidumbre cambiaria. En cambio, durante la actual crisis financiera, y especialmente tras la intensificación de la crisis de la deuda soberana en agosto de 2011, tanto los indicadores bancarios como los de los mercados de valores han conducido la medida de incertidumbre de van Roye en la misma dirección.

### Cuantificación del impacto de la incertidumbre sobre la evolución monetaria

El gráfico C indica que la incertidumbre (medida por el indicador calculado por Bekaert et ál.<sup>8</sup>) tuvo un impacto significativo en el crecimiento mensual de M1 en agosto y septiembre de 2011. Más concretamente, el análisis sugiere que la incertidumbre representó alrededor de tres cuartas partes de los flujos acumulados totales correspondientes a esos dos meses. Estos resultados cuantitativos señalan que la magnitud del impacto directo de la incertidumbre en esos dos meses fue solo la mitad que en octubre y noviembre de 2008 (es decir, los dos meses siguientes a la quiebra de Lehman Brothers). A diferencia de lo ocurrido en el período actual, en el otoño de 2008 se produjo un episodio agudo, aunque breve, de desconfianza hacia el sistema bancario, en el que casi la mitad del aumento del crecimiento de M1 asociado a la incertidumbre correspondió a una mayor demanda de billetes en euros (precedente,

Gráfico C Impacto de la incertidumbre en el crecimiento de M1

(tasas de variación mensual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del BCE.  
Nota: Para consultar detalles sobre la metodología aplicada, véase el documento mencionado en la nota 8.

7 Véase B. van Roye, «Financial stress and economic activity in Germany and the Euro Area», *Kiel Working Papers*, n.º 1743, Kiel Institute for the World Economy, 2011.

8 El impacto de la incertidumbre se cuantifica a partir de un modelo mensual de M1 basado en el análisis de L. Stracca, «The functional form of the demand for euro area M1», *The Manchester School*, vol. 71(2), 2003, pp. 172-204.

en gran medida, de no residentes en la zona del euro). Las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre de agosto y septiembre de 2011 dieron lugar, fundamentalmente, a un aumento de los niveles de depósitos a la vista, ya que la demanda de billetes no registró un incremento significativo. Posteriormente, parte de estos fondos salieron de M1 en octubre y noviembre de 2011, como consecuencia de la persistente incertidumbre, lo que indujo a los inversores institucionales, en especial, a desplazar algunos de los fondos previamente aparcados hacia activos de fuera de la zona del euro. Los hogares también redujeron sus tenencias de depósitos a la vista en octubre y noviembre de 2011.

### Conclusión

El período actual se caracteriza por un aumento significativo de la incertidumbre en los mercados financieros, que ha influido en las decisiones de cartera de las empresas, los hogares y los inversores institucionales de la zona del euro, con el resultado de que sus tenencias de activos monetarios incluidos en el agregado monetario estrecho M1 fueron considerablemente mayores en agosto y septiembre de 2011 de lo que hubiera cabido esperar sobre los determinantes habituales de la demanda de dinero. Sin embargo, en octubre y noviembre de 2011 se observó un descenso de los depósitos a la vista (y, por ende, de las tenencias totales de M1) debido a la continua incertidumbre y las persistentes tensiones en los mercados, que indujeron a algunos inversores a desplazar fuera de la zona del euro fondos previamente aparcados. Un aumento del grado de incertidumbre puede tener un impacto notable en las decisiones de cartera y afectar también a los agregados monetarios más amplios. Por consiguiente, es necesario analizar detenidamente las fuentes del crecimiento monetario en la zona del euro antes de extraer conclusiones definitivas sobre la señal obtenida de la evolución monetaria subyacente en relación con la dinámica de los precios a medio plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó ligeramente y se situó en el 2,1 % en noviembre, frente al 2,3 % de octubre. Sin embargo, este resultado oculta una evolución dispar de las tasas de crecimiento interanual de los dos subcomponentes. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años descendió, ya que los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (OIF) redujeron significativamente sus tenencias de este activo. En la parte relacionada con los fondos de inversión, es probable que este dato refleje la retirada de liquidez para reinvertir fondos que habían quedado temporalmente aparcados durante las tensiones observadas en los mercados financieros en los últimos meses. Las salidas mensuales registradas en el caso de las sociedades no financieras fueron compensadas, en gran parte, por las entradas observadas en los depósitos de los hogares. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se mantuvo prácticamente sin variación, a pesar de las considerables entradas registradas en los depósitos de OIF y, en particular, de las sociedades no financieras.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables disminuyó de forma acusada y se situó en el 1,1 % en noviembre, frente al 7,8 % de octubre. La evolución de estos instrumentos estuvo totalmente determinada por el considerable descenso de la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales, que reflejó tanto un efecto de base como significativas salidas mensuales, como consecuencia de la contracción de las cesiones temporales realizadas en el mercado interbancario a través de entidades de contrapartida central. De hecho, si se ajusta el crecimiento interanual de M3 por el impacto de dichas operaciones, se obtiene un crecimiento marginal en noviembre. A pesar de seguir enfrentándose a un entorno difícil, las participaciones en fondos del mercado monetario registraron entradas mensuales en el citado mes, aunque la tasa de crecimiento interanual no varió con respecto a octubre. Estas entradas fueron

reflejo, en parte, del ligero ascenso de la demanda de fondos de inversión en activos exteriores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo (es decir, con vencimiento hasta dos años) experimentó un incremento considerable, principalmente debido a un efecto de base.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, disminuyó hasta el 2,2% en noviembre, un descenso notable con respecto al 3% registrado el mes anterior. Como en octubre, esta evolución fue reflejo de las significativas salidas mensuales registradas en los depósitos del sector de OIF. Al mismo tiempo, las salidas fueron solo escasas en el caso de las empresas de seguros y fondos de pensiones y de las sociedades no financieras, mientras que los depósitos de M3 de los hogares y, en particular, de las Administraciones Públicas distintas de la Administración Central crecieron en noviembre.

### 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 descendió hasta el 0,8% en noviembre, en comparación con el 1,6% del mes anterior (véase cuadro 2). Esta evolución enmascara una intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas y una moderación del crecimiento del crédito otorgado al sector privado.

La intensificación del crecimiento del crédito concedido a las Administraciones Públicas estuvo impulsada por las adquisiciones de valores de deuda pública (incluidas las compras realizadas por el Eurosistema en el marco del Programa para los Mercados de Valores), que se vieron contrarrestadas parcialmente por un descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados a este 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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Oct	2011 Nov
<b>M1</b>	<b>49,0</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>
Efectivo en circulación	8,7	5,6	4,9	4,2	4,5	6,5	6,5
Depósitos a la vista	40,3	4,8	2,9	1,1	0,8	0,7	1,2
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,9	-1,1	1,3	3,4	3,5	2,3	2,1
Depósitos a plazo hasta dos años	18,7	-8,7	-2,7	2,3	3,2	1,9	1,6
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,2	7,2	5,4	4,5	3,7	2,7	2,6
<b>M2</b>	<b>87,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,1	-3,1	-1,7	-0,3	3,0	7,8	1,1
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		11,8	10,9	6,5	5,1	-0,5	0,2
Préstamos a las Administraciones Públicas		15,5	17,7	10,7	7,0	-1,2	-5,6
Crédito al sector privado		1,5	2,1	2,3	1,7	2,1	1,0
Préstamos al sector privado		1,7	2,4	2,6	2,5	2,7	1,7
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulaciones <sup>2)</sup>		2,2	2,9	2,8	2,7	3,0	1,9
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,3</b>

Fuente: BCE.

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

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

### Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Oct	2011 Nov
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
<i>Ajustados de ventas y titulaciones<sup>2)</sup></i>	-	0,6	1,5	1,9	2,2	2,2	1,8
Hasta un año	24,7	-4,6	-1,2	1,6	4,1	4,6	3,8
De uno a cinco años	18,2	-2,6	-2,4	-2,9	-3,6	-3,2	-3,1
Más de cinco años	57,1	2,6	2,4	2,2	2,1	2,4	2,2
<b>Hogares<sup>3)</sup></b>	<b>46,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>
<i>Ajustados de ventas y titulaciones<sup>2)</sup></i>	-	3,0	3,1	3,0	2,7	2,5	2,3
Crédito al consumo <sup>4)</sup>	11,9	-0,9	-0,9	-1,0	-2,0	-1,9	-2,2
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>4)</sup>	72,1	3,6	4,0	4,4	4,0	3,0	3,0
Otras finalidades	16,0	2,6	2,4	2,0	2,4	2,2	1,6
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,2</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>10,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,0</b>	<b>8,5</b>	<b>0,4</b>

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado cayó hasta el 1 % en noviembre, desde el 2,1 % registrado el mes anterior. Esta evolución es consecuencia de la contracción de las tenencias de acciones y valores distintos de acciones por parte de las IFM, así como de la disminución de los préstamos concedidos por este sector. El flujo de salidas mensual de préstamos de las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulaciones) fue casi igual que el de los préstamos mantenidos en los balances de estas instituciones, lo que sugiere que las ventas y titulaciones de préstamos fueron moderadas en noviembre. Las salidas de préstamos otorgados al sector privado fueron consecuencia, principalmente, de la reducción de los préstamos concedidos por las IFM a OIF. En particular, los préstamos realizados a través de entidades de contrapartida central experimentaron un acusado descenso en noviembre, que puede reflejar, en parte, la desaparición de las cuantiosas entradas registradas en octubre, aunque también es resultado de una disminución más general de las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central en determinados países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) disminuyó hasta el 1,8 % en noviembre, desde el 2,2 % del mes anterior, lo que refleja unas salidas mensuales moderadas. Estos flujos negativos se registraron tras tres meses de actividad relativamente intensa de concesión de préstamos a las sociedades no financieras entre agosto y octubre. La mayor parte de las salidas mensuales fueron atribuibles a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos hasta un año; véase cuadro 3), observándose un cambio de sentido con respecto a las entradas observadas en octubre. Los préstamos a largo plazo (esto es, préstamos a más de cinco años) solo registraron entradas menores. Al mismo tiempo, la heterogeneidad entre los distintos países de la zona del euro en la evolución de los préstamos siguió siendo notable, en consonancia con la desigual recuperación de la actividad económica y con las diferencias en las necesidades de financiación externa de los diversos sectores industriales, en los grados de tensión en relación con la financiación de las entidades de crédito y en los niveles de endeudamiento de las sociedades no financieras de cada país.



La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) descendió hasta el 2,3% en noviembre, frente al 2,5% de octubre, continuando así la desaceleración paulatina observada desde mayo de 2011. Los préstamos a hogares estuvieron apuntalados por los préstamos para adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se mantuvo en el 3%, sin variación con respecto al mes anterior. El impacto de los planes públicos para apoyar a los mercados inmobiliarios de determinados países siguió siendo un importante factor impulsor de estos préstamos. Al mismo tiempo, los flujos mensuales del crédito al consumo y de otros préstamos se mantuvieron cercanos a cero, ya que las expectativas económicas de los consumidores siguieron deteriorándose. Las tasas de crecimiento interanual del crédito al consumo y de otros préstamos cayeron al -2,2% y al 1,6%, respectivamente.

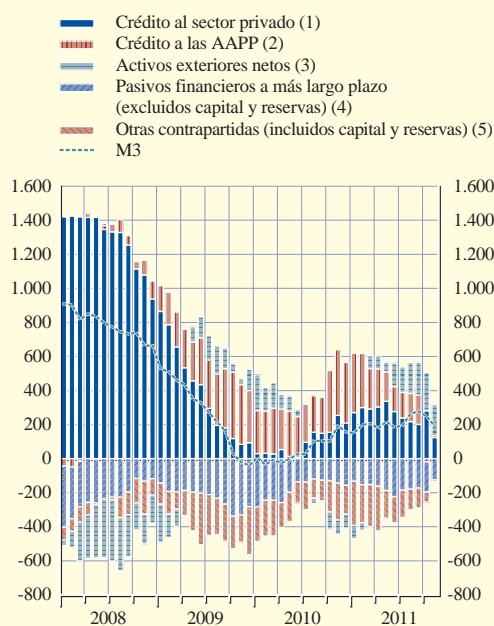
En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) descendió hasta el 2,3% en noviembre, frente al 3,4% de octubre, como consecuencia de la disminución de las tasas de crecimiento interanual de todos los componentes. Noviembre fue testigo de amortizaciones netas de valores distintos de acciones a largo plazo, dinámica observada desde agosto de 2011. Las escasas salidas netas registradas en el balance consolidado de las IFM en noviembre ocultan una intensa actividad de amortizaciones como consecuencia de la reducción, por parte de las entidades de crédito, de sus tenencias de estos instrumentos. Además, en dicho mes los intermediarios financieros no monetarios disminuyeron significativamente sus depósitos a plazo a más de dos años, debido en parte a la reversión de una operación de titulación. A pesar del gran incremento observado en capital y reservas en noviembre, la tasa de crecimiento interanual de esta partida cayó hasta el 6%, frente al 6,8% del mes anterior.

Los flujos interanuales de entrada registrados en la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM disminuyeron hasta situarse en 188 mm de euros en noviembre, frente a los 224 mm de euros de octubre (véase gráfico 8), como resultado, en parte, de una cuantiosa salida mensual de 25 mm de euros. Para obtener más detalles sobre las variaciones en la posición de inversión internacional de la zona del euro en los últimos años, véase el recuadro 3.

En conjunto, la evolución observada en octubre continuó en noviembre, en líneas generales, y gran parte del débil crecimiento monetario fue consecuencia de que los inversores institucionales recortaran sus tenencias de activos monetarios. Al mismo tiempo, las presiones sobre los balances de las entidades de crédito se intensificaron en noviembre y estuvieron acompañadas por un considerable retroceso adicional de su posición acreedora neta frente al exterior. Además, el crédito de las IFM al sector privado disminuyó, ya que las IFM redujeron sus préstamos y sus tenencias de

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

valores. La moderación del crecimiento de los préstamos se debió, en gran medida, a la contracción de los préstamos a OIF (en particular a las entidades de contrapartida central). Los modestos flujos de entrada en préstamos a hogares fueron contrarrestados, en gran medida, por un descenso de los préstamos a sociedades no financieras, que se produjo tras tres meses de actividad bastante intensa de concesión de préstamos. Corregida por el impacto de las ventas y titulizaciones, en los últimos meses la dinámica de los préstamos experimentó una moderación en términos interanuales. Por consiguiente, los datos no apuntan todavía a que se esté produciendo un recorte significativo del crédito en la zona del euro en su conjunto; sin embargo, es necesario vigilar atentamente su evolución, en especial teniendo en cuenta que los efectos en la oferta de crédito se manifiestan con retardo.

### Recuadro 3

#### RECIENTE MEJORA DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO

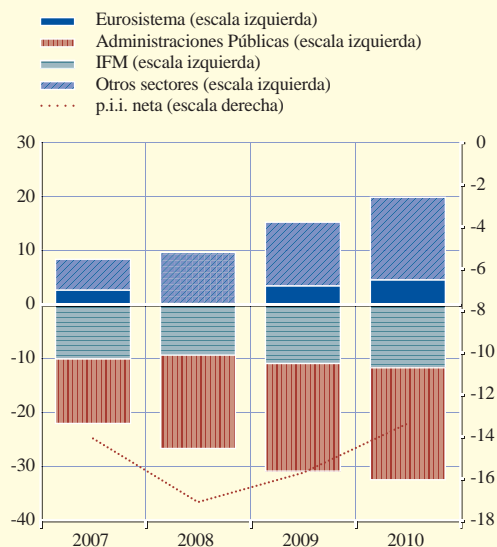
La posición de inversión internacional (p.i.i.) indica el saldo de las tenencias totales de activos exteriores en poder de residentes en la zona del euro (activos) y de las tenencias totales de activos de la zona del euro en poder de no residentes en la zona (pasivos). A continuación, se analizan los aspectos más destacados de la evolución de la p.i.i. de la zona del euro en los últimos años.

La p.i.i. neta de la zona del euro ha mejorado en los últimos años, tras el significativo deterioro experimentado en 2008, que tuvo su origen en una expansión de los pasivos netos del sector de Administraciones Públicas. Desde 2009, la p.i.i. de la zona del euro se ha ido aproximando a los niveles registrados antes de la crisis. La reducción de la posición deudora neta se debió, principalmente, a variaciones significativas favorables de los precios<sup>1</sup> y de los tipos de cambio, que compensaron con creces el continuo endeudamiento neto de la zona del euro, en particular por parte de las Administraciones Públicas, como consecuencia de los estabilizadores automáticos y de las medidas de estímulo fiscal adoptadas para hacer frente a la crisis financieras. Ello dio lugar a un aumento del orden de casi un 10% del PIB en la posición deudora neta del sector de Administraciones Públicas, que solo se compensó en parte con un incremento de la posición acreedora neta de «otros sectores»<sup>2</sup> (véase gráfico A).

Para entender mejor el impacto de las variaciones de los saldos financieros que no recogen las transacciones financieras, se presenta en el gráfico B

**Gráfico A Posición de inversión internacional neta de la zona del euro por sectores institucionales**

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.  
Nota: No se incluyen los derivados financieros.

1 Las variaciones de precios en la p.i.i. se refieren a las variaciones de los precios de los activos y pasivos exteriores.  
2 «Otros sectores» incluye las sociedades no financieras, las instituciones financieras distintas de las IFM —es decir, los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otras instituciones financieras— y los hogares.

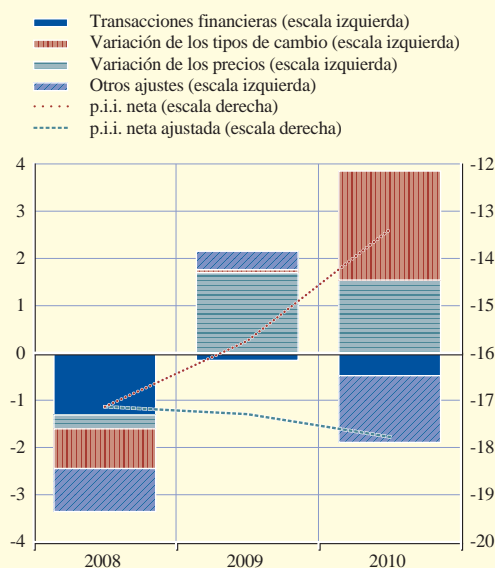
la p.i.i. comparándola con una posición exterior calculada suponiendo que no varíen los rendimientos (es decir, sin variaciones de precios ni de tipos de cambio, ni otros ajustes<sup>3</sup>). Concretamente, se indica que, en las circunstancias más recientes, la posición deudora neta a finales de 2010 habría sido más de un 4% del PIB más elevada de lo que en realidad fue.

Hay tres explicaciones para justificar por qué el rendimiento de los activos exteriores de los residentes en la zona del euro observado recientemente fue mayor que el de los respectivos pasivos: la primera se refiere a la composición del balance exterior de la zona del euro, la segunda a los diferenciales de rendimiento entre las distintas categorías de activos, y la tercera al tipo de cambio. En primer lugar, la principal fuente de financiación de la zona del euro ha sido normalmente la inversión de cartera y, al mismo tiempo, la zona ha sido un exportador neto de inversión extranjera directa. En la medida en que la zona del euro se financia con instrumentos de alta calificación y mayor liquidez y, al mismo tiempo, es tenedora de activos de mayor riesgo, la distribución asimétrica de instrumentos tanto en el activo como en el pasivo es una de las causas del favorable diferencial de rendimientos de la zona. En segundo lugar, las tenencias de algunos tipos de instrumentos en poder de los inversores de la zona del euro produjeron, en promedio, un rendimiento mayor que el mismo tipo de instrumento, emitido por residentes en la zona del euro, en poder de inversores no residentes. Ello se manifiesta en el comportamiento relativamente más débil de los mercados de renta variable de la zona del euro en comparación con el resto del mundo durante el período considerado, así como en la reducción del valor de mercado de los valores distintos de acciones de la zona del euro en poder de inversores extranjeros en 2010, que, hasta cierto punto, podría haber reflejado el descenso de los precios de la deuda pública emitida por algunos países de la zona del euro. En tercer lugar, la depreciación del euro frente a otras principales monedas en 2010 —en la medida en que elevó el valor de los activos no denominados en euros— dio lugar a un notable incremento del valor de los activos de los inversores de la zona del euro.

3 «Otros ajustes» incluye, por ejemplo, reclasificaciones, saneamientos parciales de empresas, cambios en la cobertura de las encuestas y cambios de residencia de las empresas.

**Gráfico B Detalle de las variaciones de la posición de inversión internacional neta de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: La p.i.i. «ajustada» es la posición neta obtenida suponiendo que no se produjeran variaciones de los precios ni de los tipos de cambio, ni otros ajustes.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, hasta el 3,4%, en octubre de 2011. El repunte de la actividad emisora por parte de las IFM y la menor tasa de contracción interanual de las emisiones de valores por parte de las instituciones financieras distintas de las IFM compensaron la reducción del crecimiento interanual de las emisiones de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas y

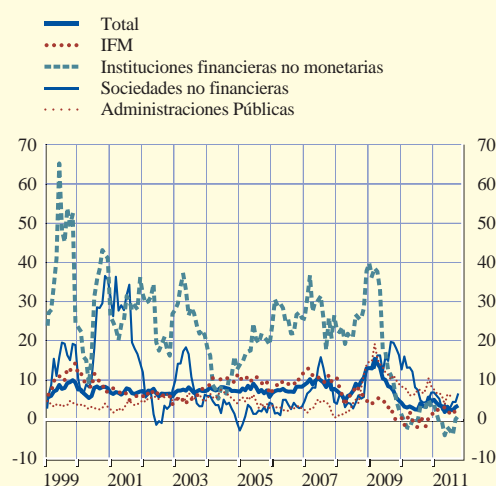
de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas disminuyó levemente, hasta el 1,7%, como consecuencia del descenso de la actividad emisora por parte de las IFM, mientras que la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras distintas de las IFM prácticamente no varió.

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En octubre de 2011, la tasa de crecimiento anualizada de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó ligeramente, hasta el 3,4%, desde el 3,3% registrado el mes anterior (véase cuadro 4). Esta evolución general estuvo impulsada, sobre todo, por la menor tasa de contracción interanual de la emisión de valores a corto plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés fijo se mantuvo prácticamente sin variación. Si se analizan las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones se incrementó hasta situarse en el 3,5% en octubre de 2011, frente al 3,1% del mes anterior (véase gráfico 9). El repunte de la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo reflejó el ascenso en todos los sectores, excepto el de Administraciones Públicas.

**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.

Aunque las emisiones de valores a corto plazo han ido reduciéndose en términos interanuales desde principios de 2010, este descenso se ha visto compensado con creces por el crecimiento de las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo. Dicho patrón se mantuvo en octubre

**Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Octubre 2011	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 Sep	2011 Oct
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>16.327</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
IFM	5.412	-0,1	0,6	1,1	1,9	2,3	2,9
Instituciones financieras no monetarias	3.269	1,4	1,9	0,8	-0,3	-0,5	0,0
Sociedades no financieras	859	8,4	6,2	4,1	4,9	4,8	4,5
Administraciones Públicas	6.788	7,5	7,3	6,9	6,6	5,9	5,4
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.181	7,1	6,7	6,1	5,9	5,1	4,7
Otras Administraciones Públicas	607	12,4	13,0	15,8	14,6	14,2	12,9
<b>Acciones cotizadas</b>	<b>4.044</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
IFM	361	6,6	6,4	7,5	12,4	13,1	10,2
Instituciones financieras no monetarias	288	4,2	3,4	4,2	5,0	5,8	5,8
Sociedades no financieras	3.395	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3

Fuente: BCE.

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

de 2011. Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable mostraron señales de moderada recuperación a finales de 2010 y a comienzos de 2011, pero su evolución no fue sostenida en el resto de 2011. Sin embargo, la disminución de estas emisiones registró una ligera ralentización en octubre de 2011.

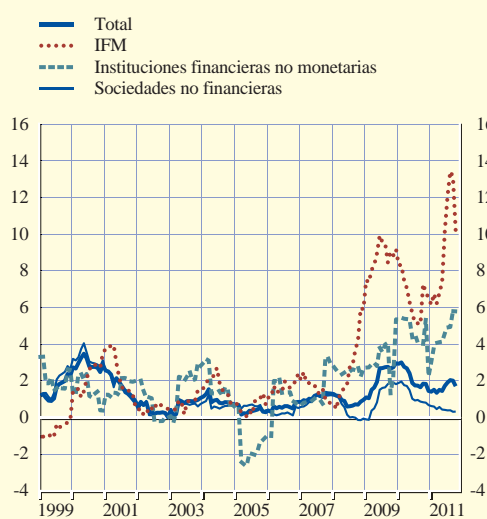
La tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones registrada en octubre oculta una evolución dispar en los distintos sectores. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras disminuyó hasta situarse en el 4,5 % en dicho mes, frente al 4,8 % de septiembre. El ritmo de crecimiento más lento de la emisión de valores por parte del sector de sociedades no financieras debe valorarse en un entorno de empeoramiento de las perspectivas económicas y de intensificación de las tensiones en los mercados financieros. En este sentido, en un contexto de adopción de medidas para mejorar la situación presupuestaria de los distintos países, la tasa de crecimiento interanual de los valores emitidos por el sector de Administraciones Públicas se redujo de nuevo, hasta situarse en el 5,5 % en octubre, frente al 5,9 % de septiembre. En el sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se incrementó un 0,6 % y se situó en el 2,9 % en octubre, un nivel que continúa siendo bajo en términos históricos. Las emisiones de valores de las instituciones financieras distintas de las IFM se mantuvieron en el mismo nivel que en octubre del año anterior (tasa de crecimiento interanual del 0 %), en comparación con una contracción interanual del 0,3 % en septiembre de 2011.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó levemente, hasta situarse en el 1,7 % en octubre de 2011, debido sobre todo al descenso de la actividad emisora de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM cayó hasta el 10,2 % en octubre de 2011, desde el 13,1 % de septiembre (véase gráfico 10). El menor dinamismo de las emisiones de acciones por parte de las IFM de la zona del euro fue reflejo, en parte, de las continuas tensiones en los mercados financieros. Al mismo tiempo, las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras y por las instituciones financieras distintas de las IFM se mantuvieron casi sin variación en octubre, en el 0,3 % y el 5,8 %, respectivamente.

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

(tasas de crecimiento interanual)



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

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se redujeron notablemente entre principios de diciembre de 2011 y comienzos de enero de 2012. En el duodécimo período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 14 de diciembre, el eonia se mantuvo en un nivel relativamente reducido, siendo reflejo del abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron notablemente entre principios de diciembre de 2011 y comienzos de enero de 2012. El 11 de enero, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,88 %, el 1,26 %, el 1,54 % y el 1,87 %, respectivamente, es decir, 33, 22, 17 y 17 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 7 de diciembre. Además, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— aumentó hasta situarse en 99 puntos básicos el 11 de enero (véase gráfico 11).

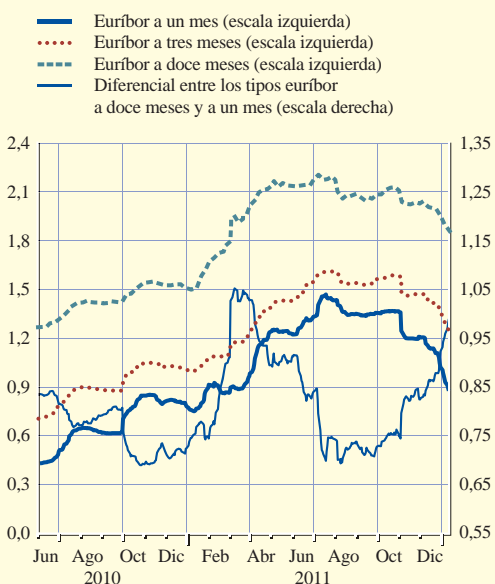
El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,35 % el 11 de enero, 11 puntos básicos por debajo del nivel observado el 7 de diciembre. El tipo sin garantías correspondiente se redujo 22 puntos básicos, hasta el 1,26 %, el 11 de enero, por lo que el diferencial entre el euríbor a tres meses sin garantías y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo disminuyó 11 puntos básicos y se situó en 91 puntos básicos en dicha fecha.

El 11 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2012 se situaron en el 1,02 %, el 0,91 %, el 0,86 % y el 0,86 %, respectivamente, lo que representa descensos de 2, 6, 9 y 15 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 7 de diciembre.

Entre el 7 de diciembre y el 13 de diciembre, el final del undécimo período de mantenimiento de 2011, el eonia permaneció estable en torno al 0,70 %, en un contexto de continuos excesos de liquidez, antes de repuntar y situarse en el 1,02 % el último día del período de mantenimiento. Durante el resto de diciembre, el eonia registró una ligera volatilidad, manteniendo el patrón observado desde principios de año. El 14 de diciembre, este índice cayó notablemente, hasta el 0,58 %, antes de experimentar un nuevo

**Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario**

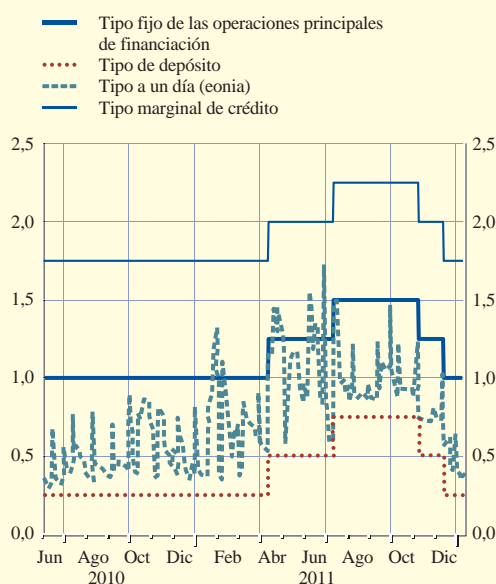
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

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

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

y pronunciado descenso el 23 de diciembre, hasta situarse en el 0,42 %. Posteriormente fluctuó alrededor de este nivel, con excepción del último día del año, cuando repuntó y se colocó en el 0,63 %. En conjunto, el diferencial negativo entre el eonia y el tipo de interés de las operaciones principales de financiación fue reflejo del volumen total de exceso de liquidez. El 11 de enero el eonia se situó en el 0,38 %.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 7 de diciembre y el 11 de enero. El 13 de diciembre efectuó una operación de ajuste en la que se absorbieron 258 mm de euros, con el fin de contrarrestar el superávit de liquidez que se originó al final del undécimo período de mantenimiento del año. En las operaciones principales de financiación del duodécimo período de mantenimiento, realizadas los días 13, 20 y 27 de diciembre y 3 y 10 de enero, el Eurosistema adjudicó 291,6 mm de euros, 169 mm de euros, 144,7 mm de euros, 130,6 mm de euros y 110,9 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo tres operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en diciembre, 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 diciembre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 41,1 mm de euros), una OFPML a tres meses realizada el 21 de diciembre (en la que se adjudicaron 29,7 mm de euros), y una OFPML a tres años llevada a cabo en esa misma fecha (en la que se adjudicaron 489,2 mm de euros). El descenso observado en los volúmenes de adjudicación de las operaciones principales de financiación y de las OFPML con vencimientos más cortos fue reflejo del deseo del sector bancario de recibir liquidez con el plazo más largo posible. Esta operación no convencional a tres años está desempeñando un papel esencial de apoyo a la provisión de crédito a la economía, al permitir a las entidades bancarias gestionar su riesgo de liquidez. En el recuadro 4 se analiza esta cuestión con mayor profundidad.

El Eurosistema también ejecutó cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 13, 20 y 27 de diciembre y 3 y 10 de enero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1 %. 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 duodécimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 14 de diciembre, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez, situándose el recurso medio diario a la facilidad de depósito en 378 mm de euros el 11 de enero.

#### Recuadro 4

##### **EFFECTO DE LA PRIMERA OPERACIÓN DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO CON VENCIMIENTO A TRES AÑOS**

El objetivo de las medidas adicionales de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011 fue garantizar que la política monetaria siguiera transmitiéndose de manera eficaz a la economía real, apoyando con ello la capacidad de los bancos para mantener y ampliar el crédito a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro, lo que es esencial para salvaguardar la estabilidad de precios en la zona del euro.

Como parte del paquete de medidas adoptado, se anunciaron dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años para apoyar la oferta de crédito a la economía de la

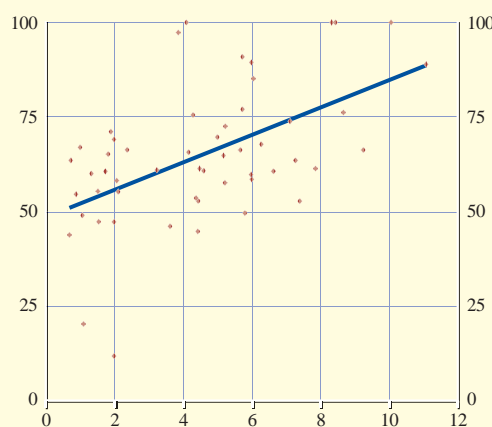
zona del euro. La primera operación se realizó en diciembre de 2011, y la segunda tendrá lugar en febrero de 2012<sup>1</sup>. Con estas operaciones, llevadas a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, el Eurosistema pretende, concretamente, que las entidades de crédito sigan teniendo acceso a una financiación estable a plazos más largos. A su vez, este hecho limitará el impacto de las difíciles condiciones existentes en los mercados de financiación sobre los bancos de la zona del euro. Además, al cabo de un año las entidades de crédito tendrán la posibilidad de devolver los importes recibidos en estas operaciones, lo que les da un alto grado de flexibilidad y facilita la gestión de sus pasivos.

La primera operación, llevada a cabo el 21 de diciembre de 2011, proporcionó 489.190,75 millones a 523 entidades de crédito. En este importe se incluyen 45.721,45 millones que fueron traspasados desde la OFPML a doce meses que se adjudicó en octubre de 2011 a esta primera operación a tres años. Un total de 123 contrapartidas optaron por este cambio, mientras que 58 bancos decidieron retener los importes tomados en préstamo en la OFPML a doce meses, cuyo saldo vivo actual asciende a 11.213,00 millones. Además, la liquidez proporcionada a través de las operaciones principales de financiación con periodicidad semanal y de las OFPML a tres meses se redujo sustancialmente. En resumen, el aumento de la liquidez, en la fecha de liquidación de la OFPML a tres años, fue de 193,4 mm de euros. El importe récord adjudicado al sistema bancario en esta primera OFPML a tres años incrementó automáticamente la base monetaria y, por lo tanto, quedará reflejado, a nivel agregado, bien en las cuentas corrientes de las entidades de crédito o bien en el recurso a la facilidad de depósito, independientemente del uso que cada banco haga de la nueva liquidez disponible.

Cabe realizar algunas observaciones en relación con el comportamiento de las entidades en la subasta de la OFPML a tres años. En primer lugar, la gran cantidad de liquidez obtenida por los bancos de la zona del euro en esta operación puede considerarse reflejo de sus necesidades de financiación durante los tres próximos años, tal como se muestra en el gráfico A. Dicho con mayor precisión, midiendo las necesidades de renovación de financiación a horizontes más cortos, por ejemplo, para los próximos seis meses, si bien se capta el gran volumen de refinanciación que se precisa en el primer semestre de 2012, no se explica totalmente el comportamiento de las entidades a la hora de hacer las peticiones en la subasta. Ello sugiere que las consideraciones de financiación a medio plazo podrían haber tenido, asimismo, una influencia significativa sobre este comportamiento. De hecho, además de evaluar el riesgo de renovación de la financiación al que tienen que hacer frente los bancos, conviene tener en cuenta el plazo residual de la deuda viva de las entidades de crédito. Cuanto mayor sea ese plazo residual, menor será el riesgo de que los bancos acudan al

**Gráfico A Necesidades de renovación de la financiación en los tres próximos años y comportamiento de las entidades en las subastas**

(eje de ordenadas: porcentaje de valores de renta fija a largo plazo con vencimiento en 2012-2014; eje de abscisas: importe de pujas en la OFPML a tres años en porcentaje de activos totales)



Fuentes: BCE, Fitch Rating y DCM Dealogic.

1 La primera operación fue adjudicada el 21 de diciembre de 2011 y sustituyó a la OFPML a doce meses anunciada el 6 de octubre. Se permitió a las entidades de contrapartida traspasar todos los saldos vivos recibidos en la OFPML a doce meses, adjudicada en octubre, a la primera OFPML a tres años.



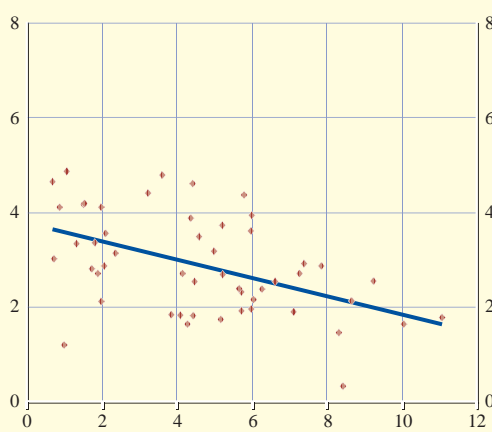
mercado a financiarse en condiciones desfavorables. En el gráfico B se ilustra una clara relación negativa entre el tamaño de las pujas y el plazo residual de la deuda de las entidades, que también sugiere que las consideraciones de financiación pueden haber desempeñado un importante papel a la hora de determinar el comportamiento de las entidades en las subastas. En segundo lugar, las entidades de crédito pueden haber presentado pujas relativamente elevadas en la primera OFPML a tres años, al considerar que el tipo de interés era especialmente atractivo en relación con los tipos de interés que podían inferirse de las curvas *swap* del euríbor o también con los diferenciales exigidos por el mercado en 2011 para emitir bonos.

En resumen, el análisis indica que las consideraciones de financiación desempeñaron un importante papel en el comportamiento de las entidades en la primera OFPML a tres años, lo que confirma

la opinión del Consejo de Gobierno de que las medidas anunciadas ayudarán a eliminar los obstáculos que impiden acceder a la financiación, derivados, especialmente, del contagio de la crisis de la deuda soberana a los mercados de financiación de las entidades de crédito.

**Gráfico B Plazo residual de la deuda viva y comportamiento de las entidades en las subastas**

[eje de ordenadas: media ponderada de los plazos residuales de los valores de renta fija a largo plazo (años); eje de abscisas: importe de pujas en la OFPML a tres años en porcentaje de activos totales]



Fuentes: BCE, Fitch Rating y DCM Dealogic.

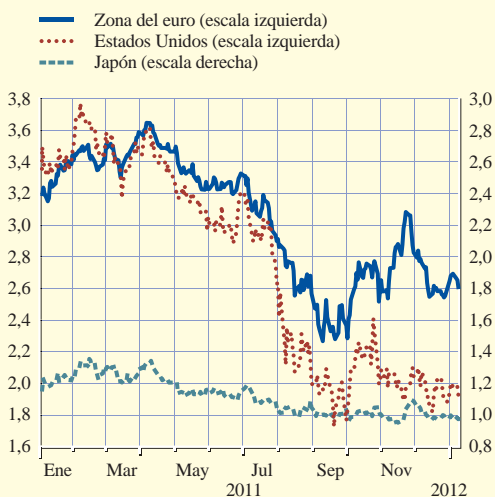
## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En diciembre de 2011 y principios de enero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendieron de manera más acusada que los de la deuda pública correspondiente de Estados Unidos. La evolución reciente de los rendimientos de la deuda fue reflejo de la publicación de datos económicos dispares, ya que las cifras de Estados Unidos resultaron ser sorprendentemente positivas, en general, mientras que se observaron señales de empeoramiento en la zona del euro. La evolución de los rendimientos de la deuda pública en la zona del euro y, en cierta medida, también en Estados Unidos siguió evidenciando las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. La publicación de datos fiscales peores de lo esperado en algunos países de la zona, así como el riesgo de rebaja de la calificación crediticia de muchos de ellos, influyeron en el clima de los mercados. La incertidumbre acerca del comportamiento futuro de los mercados de renta fija, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Dentro de la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana se estrecharon ligeramente para la mayor parte de los países. Al mismo tiempo, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

Entre finales de noviembre de 2011 y el 11 de enero de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujeron 40 puntos básicos y se situaron en el 2,6% al final del período analizado. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda a largo plazo disminuyeron 15 puntos básicos, y se situaron en el 1,9% el 11 de enero (véase gráfico 13). En consecuencia,

**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.

el diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y los de la zona del euro se estrechó durante el período de referencia. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo descendieron 10 puntos básicos durante el período considerado, situándose en el 1 % el 11 de enero.

En conjunto, la incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, se redujo con respecto a las elevadas cotas máximas alcanzadas en noviembre de 2011 cuando se intensificaron las tensiones en los mercados de deuda soberana. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija de Estados Unidos retornó a niveles más acordes con las condiciones imperantes antes de la crisis, aunque en la zona del euro siguió siendo pronunciada.

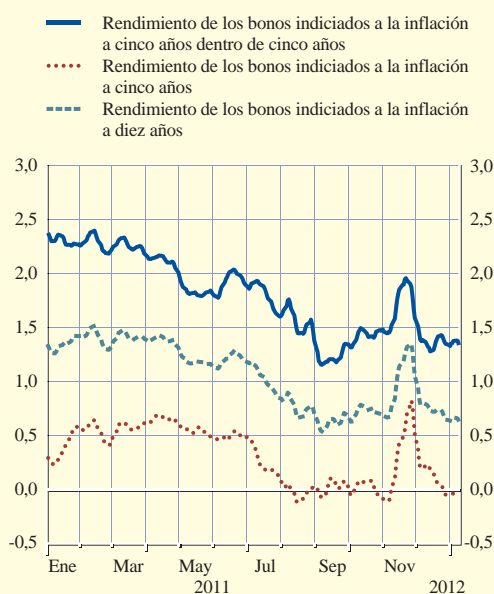
Durante el período de referencia, la evolución de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos siguió reflejando las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. En particular, la preocupación en torno a la aplicación y la aprobación institucional del acuerdo alcanzado en la cumbre de la UE de principios de diciembre de 2011 influyó en el clima de los mercados y provocó una búsqueda de activos más seguros que hizo que las presiones a la baja influyeran en los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de los países de la zona del euro. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos se vieron impulsados, en cierta medida, por la publicación de datos económicos mejores de lo esperado, pero la inquietud asociada a la crisis de la deuda soberana de la zona del euro siguió ejerciendo presiones bajistas sobre los rendimientos de la deuda a largo plazo de Estados Unidos. Entre los aspectos más positivos se ha de mencionar que las medidas adoptadas conjuntamente por el BCE y otros cinco bancos centrales para proporcionar liquidez al sistema financiero mundial, así como las medidas de liquidez no convencionales introducidas por el BCE a principios de diciembre, contribuyeron a mejorar el clima de los mercados.

Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana frente a la de Alemania se redujeron ligeramente en la mayor parte de los países de la zona del euro. La publicación de datos fiscales peores de lo esperado en algunos países de la zona, el riesgo de rebaja de la calificación crediticia de muchos de ellos y la preocupación de los mercados acerca de la solidez de las entidades de crédito y la recapitalización del sistema bancario ejercieron presiones al alza sobre algunos diferenciales soberanos. Al mismo tiempo, el anuncio de medidas de austeridad adicionales por parte de algunos Gobiernos de países de la zona contribuyó a aliviar las tensiones en los mercados.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y a diez años indicida a la inflación de la zona del euro se redujeron unos 50 puntos básicos durante el período considerado (véase gráfico 14). El 11 de enero, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0 % y el 0,6 %, respectivamente. En el mismo

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

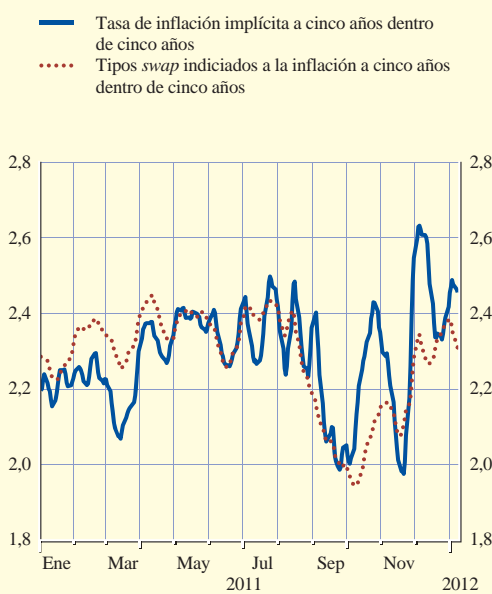
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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

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

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



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

período, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro disminuyeron 10 puntos básicos, situándose en el 2,5% el 11 de enero (véase gráfico 15). Los correspondientes tipos *swap* indicados a la inflación prácticamente no se modificaron y en la misma fecha se situaron en el 2,3%. Las tasas de inflación implícitas han continuado siendo variables en los últimos meses, reflejo de la considerable volatilidad de los mercados de deuda pública y de las elevadas y volátiles primas de liquidez. 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. En conjunto, los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación de los participantes en los mercados siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

El patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). En comparación con finales de noviembre, la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo se desplazó a la baja unos 40 puntos básicos para todos los horizontes. Esta evolución se debió principalmente a ajustes de las expectativas de rendimientos y a un ligero deterioro de las perspectivas para la actividad económica.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras prácticamente no se modificaron durante el período analizado. Los diferenciales de los

valores de renta fija privada con grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se redujeron en todas las categorías, pero de manera más acusada en las de calificación más baja. Pese al descenso registrado recientemente, los diferenciales se mantuvieron muy por encima de los niveles anteriores a la crisis y sin distar mucho de los máximos observados en el verano y en noviembre de 2011. En este contexto de necesidad de recapitalizaciones adicionales, el coste nominal de la financiación mediante valores de renta fija para las instituciones financieras de la zona del euro sigue siendo elevado y la obtención de fondos en los mercados de renta fija sin garantías continúa planteando muchas dificultades a la mayoría de estas instituciones.

## 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

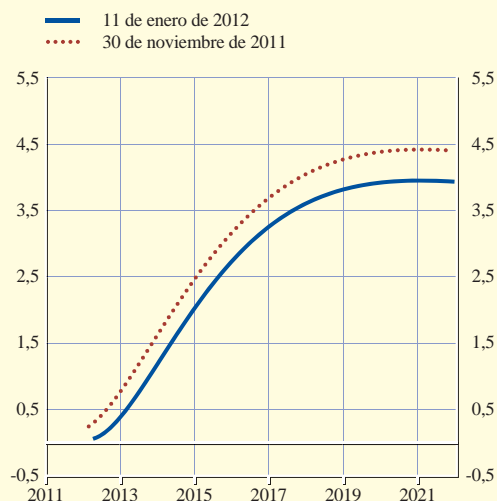
*En noviembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM tendieron a descender en todas las categorías de préstamos y en todos los plazos. Los tipos aplicados a los préstamos y créditos experimentaron un descenso particularmente acusado en el caso de los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros concedidos a las empresas, mientras que las caídas registradas en los demás casos fueron más moderadas.*

En noviembre de 2011, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM tendieron a descender no solo en el caso de los depósitos, sino también en el de la mayoría de las categorías de préstamos. Los tipos de interés de los depósitos a corto plazo experimentaron una caída más acusada en los depósitos a plazo hasta un año de los hogares, mientras que las reducciones observadas en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de este sector y en los de las sociedades no financieras fueron más moderadas (véase gráfico 17). Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares solo descendieron ligeramente, 1 punto básico, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que en el del crédito al consumo el descenso fue de unos 5 puntos básicos. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras cayeron alrededor de 2 puntos básicos. En noviembre de 2011, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos hasta un millón de euros concedidos a las empresas se incrementaron ligeramente, 6 puntos básicos, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros y hasta un año de fijación del tipo inicial cayeron 14 puntos básicos. Como el euríbor retrocedió 12 puntos básicos tras el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre de 2011, aumentó el diferencial frente a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a los hogares, mientras que se redujo ligeramente frente a los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras (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

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

(porcentajes; datos diarios)

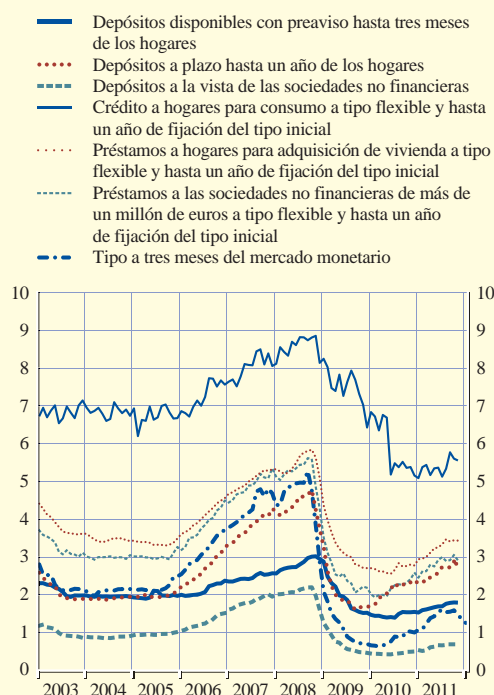


Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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.

**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)

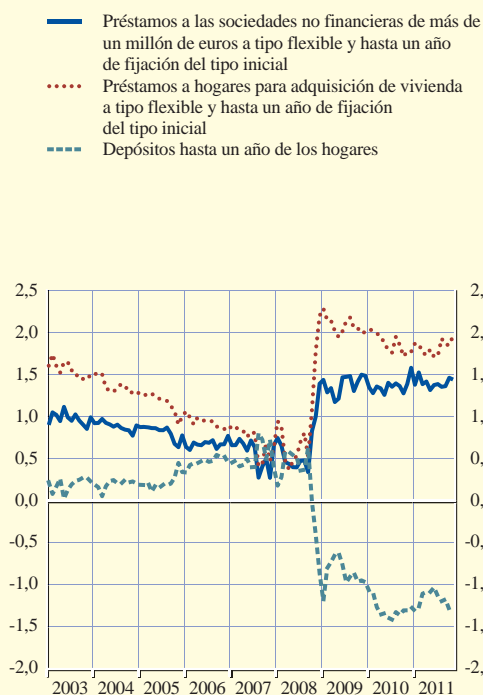


Fuente: BCE.

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

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

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



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).

observadas en los tipos de interés de mercado a los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y créditos. El aumento posterior que experimentó el euríbor a tres meses en el período comprendido entre abril de 2010 y julio de 2011 quedó reflejado, en parte, en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo concedidos por las entidades de crédito a las sociedades no financieras y a los hogares para adquisición de vivienda, mientras que el tipo de interés del crédito a hogares para consumo se mantuvo, en general, estable (si no se tiene en cuenta la reclasificación estadística de junio de 2010). En cuanto a la evolución más reciente, las regularidades históricas sugerirían que los descensos de los tipos de mercado deberían quedar reflejados gradualmente en los tipos de interés aplicados a los préstamos, en particular considerando que las medidas no convencionales más recientes adoptadas por el BCE tenían por objeto asegurar el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos tanto a los hogares como a las sociedades no financieras tendieron a descender en noviembre de 2011 (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

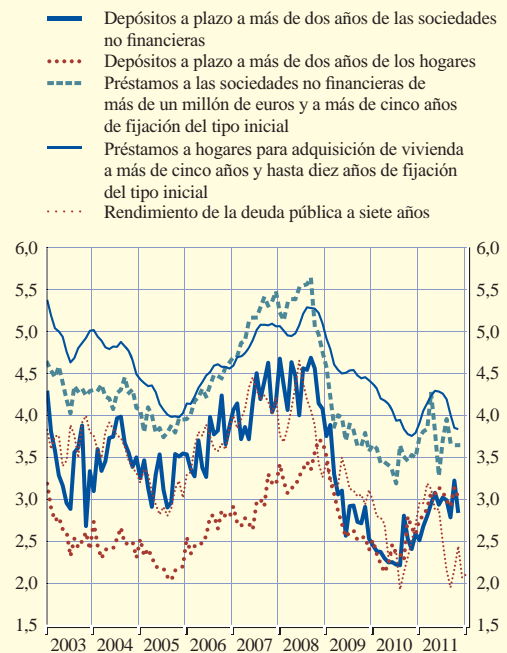
un ligero descenso de 2 puntos básicos. Los tipos de interés de los préstamos hasta un millón de euros y más de cinco años de fijación del tipo inicial otorgados a empresas también se redujeron levemente, mientras que los de los préstamos de más de un millón de euros con un plazo de vencimiento similar prácticamente no variaron.

En noviembre de 2011, los diferenciales con respecto al rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA cayeron de manera pronunciada, debido principalmente al aumento de los rendimientos de la deuda pública en un entorno de persistente inquietud en torno a la situación fiscal de algunos países de la zona del euro. 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 descendió 30 puntos básicos, hasta el 1,4%. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial entre el citado rendimiento y los tipos de interés de los préstamos de más de un millón de euros también se redujo, 27 puntos básicos, hasta situarse en el 1,2%.

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos concedidos a los hogares y de los préstamos a largo plazo de hasta un millón de euros otorgados a las empresas se han transmitido, en general, de forma algo incompleta y lenta, mientras que los tipos de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros a este último sector han evolucionado de manera más acorde con los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. Las regularidades históricas observadas entre los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos y créditos y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente pueden haberse visto considerablemente distorsionadas por las vulnerabilidades de los balances de las entidades de crédito de la zona del euro y las tensiones relacionadas con sus costes de financiación, así como por la prima de liquidez incorporada a los rendimientos de la deuda soberana con calificación AAA.

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.

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

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Durante el mes de diciembre de 2011 y principios de enero de 2012, las cotizaciones bursátiles subieron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona siguieron determinando el clima de los mercados, mientras que el impacto de la publicación de los datos macroeconómicos continuó siendo, en general, poco favorable. En Estados Unidos, por el contrario, la publicación de los datos económicos y las expectativas de ingresos tuvieron, en conjunto, un efecto más positivo y respaldaron las cotizaciones. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se redujo a ambos lados del Atlántico, aunque se mantuvo en niveles elevados.*

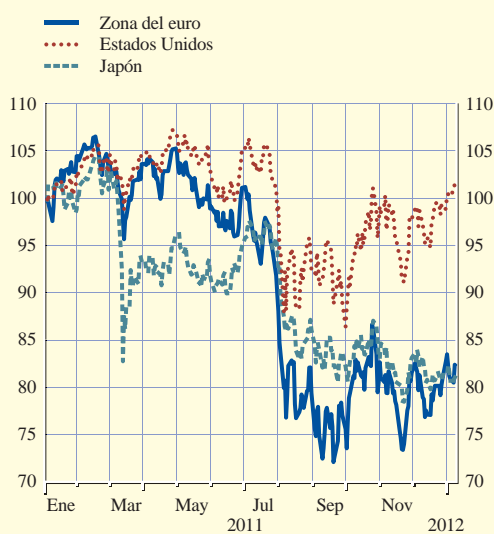
En el período considerado, los precios de las acciones aumentaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. En general, las cotizaciones bursátiles en la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron un 1 % entre finales de noviembre y el 11 de enero de 2012. Al mismo tiempo, en Estados Unidos el índice Standard and Poor's 500 registró una subida del 3,7 % (véase gráfico 20). Durante el mismo período, las cotizaciones en Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron un 0,2 %.

Durante el período analizado, las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguieron siendo el principal factor determinante de la evolución observada en los mercados de renta variable de la zona. Los efectos de la publicación de los datos macroeconómicos de la zona del euro continuaron siendo, en general, poco favorables, y los analistas privados revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento. El anuncio de beneficios en la zona del euro no resultó ser mejor de lo previsto y las expectativas de beneficios en el largo plazo mantuvieron su tendencia decreciente. En Estados Unidos, por el contrario, la publicación de los datos económicos, en general, y de los relacionados con la situación del empleo y del sector hogares, en particular, constituyó de nuevo una sorpresa positiva. El anuncio de beneficios en Estados Unidos también supuso un respaldo para la favorable evolución de las cotizaciones.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la incertidumbre existente en el mercado de renta variables medida por la volatilidad implícita, se redujo ligeramente durante el período considerado (véase gráfico 21). A comienzos de enero, la volatilidad implícita se mantuvo en niveles significativamente más elevados en la zona del euro que en Estados Unidos, como consecuencia, fundamentalmente,

**Gráfico 20 Índices bursátiles**

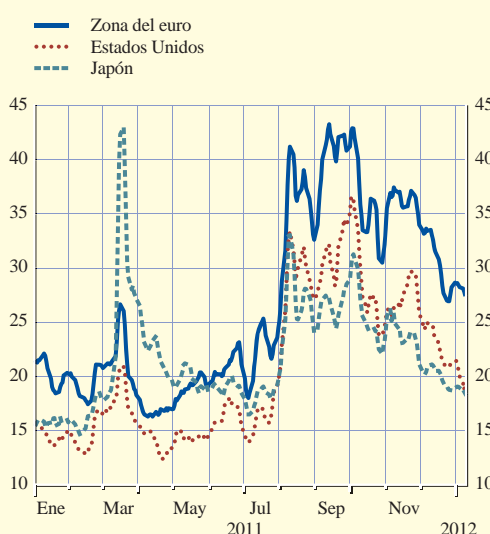
(índice: 1 de enero de 2011 = 100; datos diarios)



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

**Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable**

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



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

de la propagación de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana a los mercados de renta variable, ambos de la zona del euro. La volatilidad implícita en los mercados de renta variable se mantuvo en valores próximos a los observados en mayo a ambos lado del Atlántico.

En lo que se refiere a la evolución por sectores, el aumento de las cotizaciones bursátiles en la zona del euro estuvo impulsado por los valores no financieros. Las cotizaciones del sector financiero en la zona del euro registraron una caída cercana al 1,7% en el período de referencia. En contraposición con la evolución del sector financiero, las cotizaciones correspondientes al sector no financiero se incrementaron un 1,8% durante el mismo período. La rebaja de la calificación crediticia de algunos de los principales bancos de la zona y el anuncio de que se estaba considerando la rebaja de la calificación de la deuda subordinada emitida por un gran número de entidades de crédito de la zona del euro afectó negativamente al clima existente en el mercado. Además, la inquietud acerca de las perspectivas de recapitalización de las entidades de crédito de la zona del euro de conformidad con la recomendación de la Autoridad Bancaria Europea también contribuyó al descenso de las cotizaciones del sector financiero. En cambio, los índices bursátiles de Estados Unidos mejoraron en todos los sectores.



### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,8% en diciembre de 2011, frente al 3% de los tres meses anteriores. Este descenso era esperado y responde a un efecto base a la baja procedente de los precios de la energía. Las tasas de inflación han estado en niveles elevados desde finales de 2010, como consecuencia principalmente de la subida de los precios de la energía y de otras materias primas. De cara al futuro, es probable que se mantengan por encima del 2% durante varios meses, antes de caer por debajo del 2%. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento económico más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes sobre los precios, los salarios y los costes en la zona del euro sigan siendo moderadas. 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 medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,8% en diciembre de 2011, frente al 3% de los tres meses precedentes (véase cuadro 5). Este descenso de la tasa de variación interanual del IAPC se debió a un efecto de base de -0,2 puntos porcentuales procedente del componente energético. Los precios de la energía fueron el principal factor determinante de las elevadas tasas de inflación medida por el IAPC observadas en 2011, ya que supusieron casi la mitad de la tasa total del 2,7% registrada en los once primeros meses del año, una proporción considerablemente superior a su peso (alrededor de una décima parte) en la cesta del IAPC. Para obtener información más detallada sobre la evolución reciente de los precios de consumo del petróleo, véase el recuadro 5, titulado «La evolución de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011».

En noviembre de 2011, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial del IAPC, la tasa de crecimiento interanual de la inflación medida por el IAPC general se mantuvo estable, en el 3%, en comparación con la observada en octubre (véase gráfico 22), debido a que el ligero descenso de los precios de la energía quedó contrarrestado con unas tasas de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios algo más elevadas.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la inflación de la energía descendió ligeramente en noviembre, hasta el 12,3%, desde el 12,4% de octubre, como consecuencia de un efecto de base a la baja. Esta disminución fue reflejo, en gran medida, de la reducción de la tasa de

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

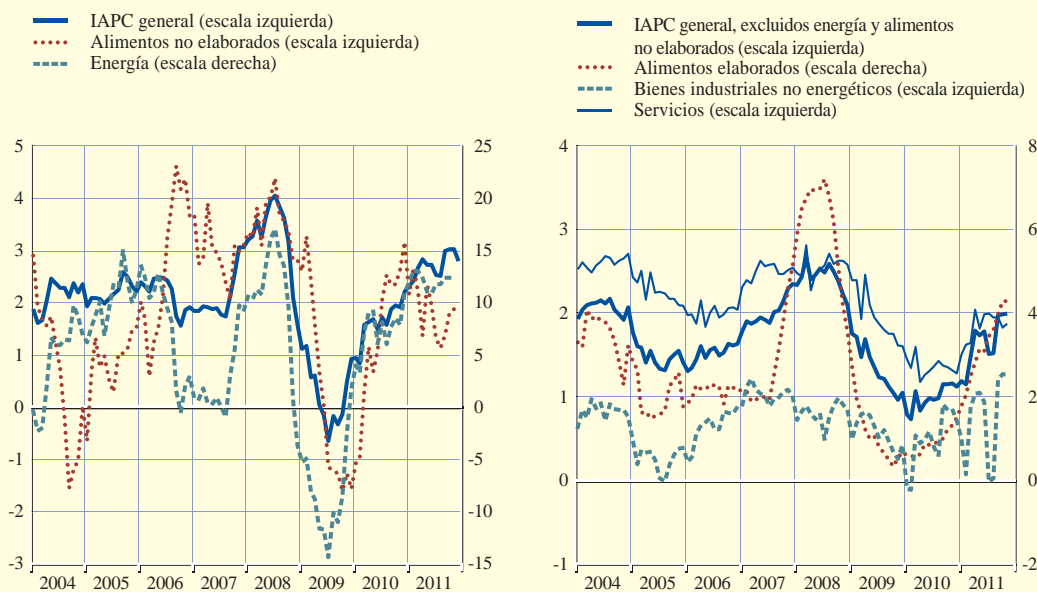
	2010	2011	2011 Jul	2011 Ago	2011 Sep	2011 Oct	2011 Nov	2011 Dic
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	1,6	.	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0	2,8
Energía	7,4	.	11,8	11,8	12,4	12,4	12,3	.
Alimentos no elaborados	1,3	.	1,3	1,1	1,4	1,8	1,9	.
Alimentos elaborados	0,9	.	3,4	3,6	4,0	4,3	4,3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

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

1) La inflación medida por el IAPC de diciembre 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.

variación interanual de los precios de los combustibles y lubricantes para vehículos privados, que compensó con creces el aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de los otros componentes energéticos se mantuvieron estables.

**Recuadro 5**

**LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE CONSUMO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS DEL PETRÓLEO EN 2011**

El aumento de los precios de consumo de la energía fue un factor determinante de las elevadas tasas de inflación medida por el IAPC de 2011, ya que supuso casi la mitad de la tasa total del 2,7% registrada en los once primeros meses del año, una proporción considerablemente superior a su peso (alrededor de una décima parte) en la cesta del IAPC. Dentro de la inflación de los precios de la energía (12,1%) en ese mismo período, los precios de los productos derivados del petróleo (combustibles para transporte y combustibles líquidos para calefacción) se incrementaron el doble (15,8%) que los de los productos energéticos no derivados del petróleo (7,9%)<sup>1</sup>. En este recuadro se explica el comportamiento de los precios de consumo de los derivados del petróleo descomponiendo la evolución de 2011 en sus principales factores determinantes. El análisis se lleva a cabo mediante una representación

1 Entre los productos derivados del petróleo, las tasas medias de variación interanual fueron del 14% para el combustible para transporte y el 24,8% para los combustibles líquidos para calefacción. Entre los productos energéticos no derivados del petróleo, las tasas medias de variación interanual fueron del 8,7% en el caso del gas natural y el 7,5% en el de la electricidad (los otros dos productos energéticos no derivados del petróleo, la energía calórica y los combustibles sólidos, que tienen un peso menor en el IAPC, aumentaron un promedio del 7,2% y el 3,3%, respectivamente).

simplificada de la cadena de precios de los productos derivados del petróleo, que comienza con los precios internacionales del crudo, continúa con el proceso de refino y la distribución a los consumidores y finaliza con la aplicación de impuestos<sup>2</sup>.

### Precios del crudo y de los productos refinados

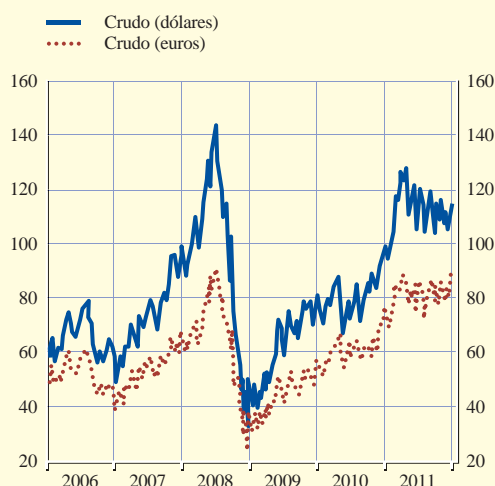
El principal factor determinante del aumento de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo en 2011 fue la evolución de los precios del crudo, que, en promedio, se situaron en torno a los 110 dólares estadounidenses por barril, un aumento significativo en relación con los niveles medios observados en 2010 (80 dólares por barril). No obstante, aunque los productos petrolíferos (tanto el crudo como los productos de refino) suelen negociarse en dólares estadounidenses en los mercados internacionales, para entender su impacto sobre los precios de consumo de la zona del euro y, en particular, el comportamiento de los márgenes de distribución, lo importante es su precio en euros. A este respecto, en promedio, el tipo de cambio del euro frente al dólar fue más elevado en 2011 que en 2010, aunque disminuyó durante el año. Por consiguiente, a diferencia del perfil ligeramente descendente de los precios del crudo en dólares, entre marzo y diciembre de 2011, los precios en euros fluctuaron en torno a un nivel ligeramente por encima de los 80 euros por barril (véase gráfico A). Con todo, dado que los niveles registrados en 2010 fueron mucho más bajos, esto se tradujo en unas tasas de crecimiento interanual acusadas, que se mantendrán hasta marzo de 2012, aproximadamente. Siempre que los precios del petróleo no experimenten una subida considerable, la inflación interanual de los precios de la energía debería disminuir como consecuencia de efectos de base negativos.

La siguiente fase importante en la cadena de precios es el proceso de refino. Antes de que el crudo pueda ser utilizado por los consumidores debe refinarse para obtener gasolina o gasóleo, pudiendo emplearse este último para transporte y para calefacción. El gráfico B muestra los márgenes de refino

2 Para una descripción y un análisis más detallados, véase A. Meyler «The pass-through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices», *Energy Economics*, vol. 31, n.º 6, pp. 867-881.

Gráfico A Precios del crudo (brent)

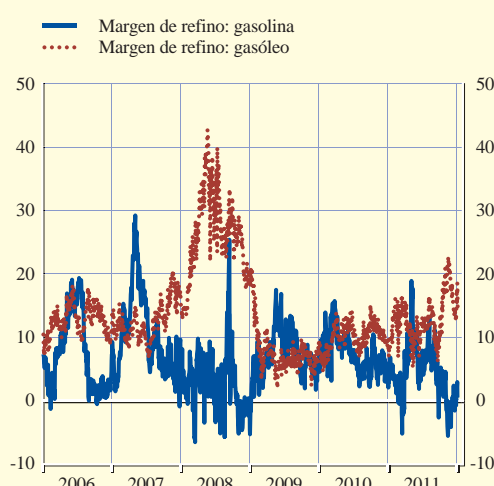
(dólares/euros por barril)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico B Márgenes de refino

(dólares por barril)



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

de la gasolina y el gasóleo refinados, que se calculan simplemente como la diferencia entre el precio del producto refinado y el del crudo<sup>3</sup>. Los márgenes de refino del gasóleo fluctuaron en torno a un nivel ligeramente por encima de 10 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, antes de aumentar sustancialmente hasta situarse en unos 20 dólares por barril durante un breve período a finales de noviembre y principios de diciembre. Sin embargo, los márgenes de la gasolina mostraron un patrón bastante diferente y registraron oscilaciones considerables, de entre 0 y 10 dólares, durante gran parte de 2011, aunque se situaron en terreno negativo a finales de noviembre y comienzos de diciembre (esto es, el precio de la gasolina refinada era inferior al del crudo).

Una de las causas de la diferencia observada entre los márgenes de refino hacia finales de año puede radicar en el hecho de que se considera que, estructuralmente, Europa tiene «abundancia» de gasolina (es decir, produce más de la que necesita), pero «escasez» de gasóleo (el porcentaje de automóviles diésel en los nuevos vehículos matriculados aumentó considerablemente en la década de 2000; además, el gasóleo es el principal tipo de combustible utilizado en los vehículos de carga). Esta abundancia estructural de gasolina puede verse acentuada por el hecho de que el proceso de refino generalmente exige que, para incrementar la producción de gasóleo, las empresas de refino también tengan que aumentar la de gasolina (ya que ambos son productos del proceso de refino). Es posible que estas características estructurales del mercado, junto con el comienzo del invierno (cuando se eleva la demanda de combustibles líquidos para calefacción), hayan sido los principales factores determinantes de la acusada divergencia detectada recientemente en los márgenes de refino de la gasolina y el gasóleo.

### Distribución e impuestos

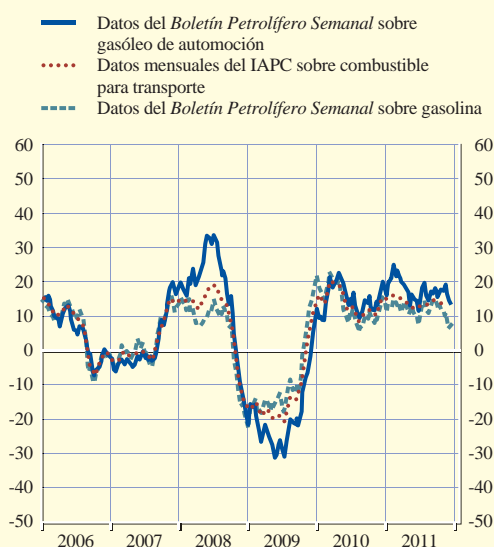
Las siguientes fases en la cadena de precios son la distribución de los productos refinados a los consumidores y la aplicación de impuestos. Para estimar los márgenes de distribución y el impacto de los impuestos, el BCE utiliza datos de los precios de consumo de los combustibles para transporte y de los combustibles líquidos para calefacción del Boletín Petrolífero Semanal de la Comisión Europea, que, a diferencia de los datos del IAPC: i) están disponibles en términos de nivel de precios (es decir, céntimos de euro por litro), en lugar de en índices; ii) se proporcionan incluyendo y excluyendo impuestos, y iii) en el caso del combustible para transporte, se descomponen en gasolina y gasóleo<sup>4</sup>. Los gráficos C y D, que presentan las tasas de variación interanual de los datos del Boletín Petrolífero Semanal junto con los datos mensuales del IAPC, muestran que, aunque los datos del Boletín no son estadísticas oficiales de los precios de consumo, captan muy bien la evolución de las cifras oficiales del IAPC. Además, como incluyen los precios de la gasolina y el gasóleo, puede apreciarse que, en promedio, los precios del gasóleo aumentaron a un ritmo más intenso (17,5 %) que los de la gasolina (12 %) en 2011, lo que puede deberse a diferencias en los márgenes de refino, como se ha indicado anteriormente. También se apreció un aumento de la tasa de variación interanual de los precios de los combustibles líquidos para calefacción (en promedio, alrededor del 25 %), lo que fue atribuible no solo a los márgenes de refino (que también influyeron en los precios del gasóleo de automoción), sino también a que los impuestos especiales que gravan el gasóleo de calefacción son inferiores a los de otros derivados del petróleo. Como los impuestos

3 El margen real de la empresa de refino puede depender del tipo específico de crudo utilizado como factor productivo, del precio de los otros productos refinados obtenidos y de factores de coste no relacionados con el petróleo.

4 Estos datos pueden consultarse en [http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin\\_en.htm](http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm). Además de facilitarse en términos de precios antes y después de impuestos, estos datos tienen otras características interesantes, concretamente que están disponibles con alta frecuencia (semanal) y puntualidad (los datos sobre los precios de consumo del lunes suelen estar disponibles el miércoles o el jueves de la misma semana).

Gráfico C Combustibles para transporte

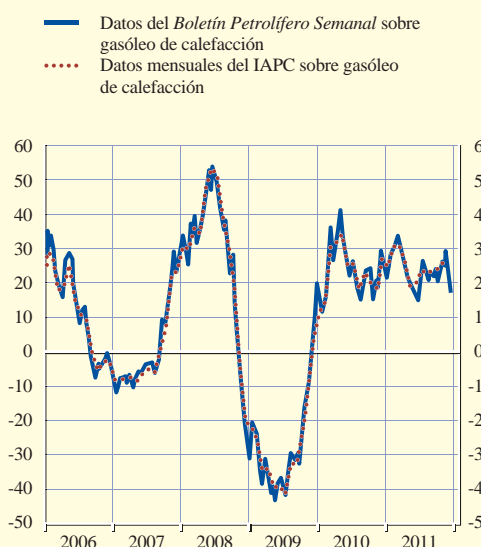
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea (DG ENER), Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico D Combustibles líquidos para calefacción

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Comisión Europea (DG ENER), Eurostat y cálculos del BCE.

especiales son importes fijos, unos impuestos especiales más elevados (más bajos) hacen que la tasa de variación de los precios de consumo se reduzca (se incremente) en respuesta a una tasa de variación determinada de los precios del petróleo.

Para cuantificar las contribuciones de los distintos factores a la evolución de los precios de consumo del petróleo en 2011, en el cuadro se presenta una estimación de la descomposición de los precios de consumo de los productos derivados del petróleo (basada en datos del Boletín Petrolífero semanal), en la que cada componente se ha convertido en céntimos de euro por litro con el fin de realizar una comparación. En comparación con 2010, en 2011, el precio de la gasolina con impuestos incluidos aumentó, en promedio, 16 céntimos de euro por litro, hasta situarse en 151 céntimos de euro en la zona del euro. En cambio, debido a que los impuestos indirectos son más reducidos, los precios del gasóleo de automoción y del gasóleo de calefacción se mantuvieron en niveles más bajos, en promedio, en 2011 (135 y 91 céntimos de euro por litro, respectivamente), aunque las subidas de precios fueron más acusadas (20 y 18 céntimos de euro por litro, respectivamente).

El factor común más importante que contribuyó a estos aumentos fue la subida de los precios del crudo (12,7 céntimos de euro por litro). Los impuestos fueron el segundo factor más relevante, con una combinación de incrementos de los impuestos especiales y de efectos «multiplicadores» procedentes del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Estos efectos se deben al hecho de que el IVA es un porcentaje del precio antes de impuestos más el impuesto especial y, por tanto, una subida de los precios antes de impuestos o de los impuestos especiales también provocará un aumento del IVA. El impacto real causado por los incrementos de los tipos del IVA (en promedio, entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales) fue más reducido. En todos los casos, los impuestos impulsaron al alza el precio de consumo, registrándose la subida más acusada en el gasóleo de automoción (4,8 céntimos de euro

### Estimación de la descomposición de los precios medios de consumo de los productos derivados del petróleo en la zona del euro

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

	Gasolina			Gasóleo de automoción			Gasóleo de calefacción		
	2010	2011	Variación	2010	2011	Variación	2010	2011	Variación
<b>Crudo</b>	<b>38,0</b>	<b>50,7</b>	<b>12,7</b>	<b>38,0</b>	<b>50,7</b>	<b>12,7</b>	<b>38,0</b>	<b>50,7</b>	<b>12,7</b>
Costes y márgenes de refino	3,5	2,0	-1,6	4,8	5,8	1,0	4,8	5,8	1,0
Costes y márgenes de distribución	12,2	13,0	0,8	12,9	14,5	1,6	9,7	10,1	0,4
<b>Precio de consumo antes de impuestos</b>	<b>53,7</b>	<b>65,7</b>	<b>12,0</b>	<b>55,7</b>	<b>71,0</b>	<b>15,3</b>	<b>52,5</b>	<b>66,6</b>	<b>14,1</b>
Impuestos, de los cuales:	81,3	85,5	4,2	59,4	64,2	4,8	21,0	24,5	3,5
Impuestos especiales	59,3	60,5	1,2	40,9	42,1	1,2	9,1	9,6	0,5
IVA	22,0	25,0	3,0	18,5	22,1	3,6	11,9	14,9	3,0
Tipo del IVA	19,5%	19,8%	0,3 pp	19,1%	19,5%	0,4 pp	19,4%	19,6%	0,2 pp
<b>Precio de consumo después de impuestos</b>	<b>135,0</b>	<b>151,1</b>	<b>16,2</b>	<b>115,1</b>	<b>135,2</b>	<b>20,1</b>	<b>73,5</b>	<b>91,0</b>	<b>17,6</b>

Fuente: Cálculos del BCE.

por litro). En comparación, el impacto de los costes y de los márgenes de refino y de distribución fue menor. Los costes y márgenes de distribución dieron lugar a incrementos más pronunciados en el precio del gasóleo de automoción (1,6 céntimos de euro por litro) que en el de la gasolina (0,8 céntimos de euro por litro) y el del gasóleo de calefacción (0,4 céntimos de euro por litro), mientras que los costes y los márgenes de refino presionaron a la baja el precio de consumo de la gasolina (1,6 céntimos de euro por litro), si bien tuvieron un efecto al alza en los precios del gasóleo de automoción y de calefacción (1 céntimo de euro por litro).

De cara al futuro, partiendo del supuesto de que los márgenes de refino no varíen sustancialmente y de que no se produzcan modificaciones generalizadas importantes de los impuestos que gravan los productos derivados del petróleo, la perspectiva de evolución de los precios del crudo implícita en los actuales precios de los futuros es que tendrán un efecto moderador significativo en la tasa de variación interanual de los precios de consumo de los derivados del petróleo en los primeros meses de 2012, debido principalmente a efectos de base.

En noviembre, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9 %, debido principalmente a los precios de la carne, mientras que la de los alimentos elaborados se mantuvo estable, en el 4,3 %, reflejando cambios menores en los precios de varios productos. Ese mismo mes, la tasa de variación interanual de los precios del tabaco experimentó un ligero descenso.

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

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 1,3 % en noviembre, sin variación con respecto al mes anterior. La inflación de los servicios aumentó 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9 %, y las tasas de variación interanual de sus principales subcomponentes (vivienda, transporte, servicios recreativos y personales, y servicios de comunicación) permaneció estable con respecto a octubre.

En el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2011, la inflación media de la zona del euro fue del 2,03 %, muy próxima, por tanto, al objetivo del Consejo de Gobierno de que la tasa de variación interanual del IAPC de la zona se mantenga por debajo del 2 % a medio plazo, aunque próxima a este valor. En el recuadro 6, titulado «Factores que limitan el margen disponible para los incrementos de los precios internos», se consideran algunos de los factores especiales que han influido en la inflación desde 1999.

#### Recuadro 6

### FACTORES QUE LIMITAN EL MARGEN DISPONIBLE PARA LOS INCREMENTOS DE LOS PRECIOS INTERNOS

El Consejo de Gobierno del BCE se propone mantener la tasa de variación interanual del IAPC de la zona del euro por debajo del 2 %, aunque en un nivel próximo a esa cifra, en el medio plazo. Este objetivo define el margen total disponible para los incrementos de los precios de consumo, con independencia de su naturaleza y origen. En el período comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2011, la tasa media de inflación de la zona del euro se situó en un nivel muy próximo a este objetivo: 2,03 %. A continuación se examinan algunos factores especiales que han afectado a la inflación desde 1999, como los incrementos de los precios del petróleo y de los impuestos indirectos. Se demuestra que los incrementos tendenciales de estos factores limitan el margen para otros aumentos de los precios, de origen interno, como la evolución de los salarios y los beneficios, dado que la estabilidad de precios, tal y como se define más arriba, ha de mantenerse en el medio plazo.

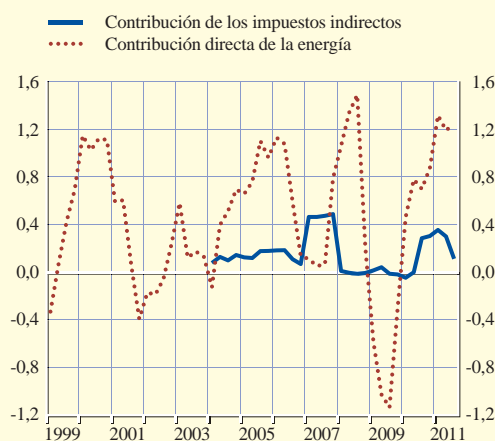
#### Efectos en los precios derivados de las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios del petróleo

Al examinar los 13 primeros años de la Unión Monetaria, desde 1999 hasta 2011, se observa que, en conjunto, las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios del petróleo han presionado al alza la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, presiones que han tenido que contrarrestarse con factores internos.

En lo que respecta a los impuestos indirectos, la presión al alza es el resultado, por ejemplo, de un incremento del tipo impositivo, ya que ello implica un aumento del componente tributario de los precios de consumo mayor que el del componente antes de impuestos. Calculado por la diferencia entre la inflación medida por el IAPC y la medida de la inflación del IAPC que utiliza Eurostat manteniendo constantes los tipos impositivos, el impacto directo de los impuestos indirectos ascendió, en promedio, a casi 0,2 puntos

Gráfico A Contribución de los impuestos indirectos y de los precios de la energía a la inflación medida por el IAPC

(puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat.

Notas: No se dispone de datos anteriores a 2004 sobre la contribución de los impuestos indirectos (véase nota 1 a pie de página). La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011. Cabe señalar que las contribuciones de los impuestos indirectos y de los precios de la energía no son estrictamente separables, porque esta última incluye cierto impacto de la imposición indirecta.

porcentuales anuales durante el período considerado<sup>1</sup>. El impacto fue casi siempre positivo, y solo durante un brevísimo período, a comienzos de 2010, se registraron valores ligeramente negativos (véase gráfico A). También se registraron incrementos mayores que la media en el caso de los precios administrados, es decir, precios que el Gobierno fija directamente o en los que influye de forma significativa. Estos precios han aumentado, en promedio, un 2,5 % anual desde 1999.

En el caso de los precios del petróleo, el impacto directo puede observarse en los precios de consumo de los carburantes líquidos de forma casi inmediata y, con cierto desfase, en los precios de consumo del gas y de otras fuentes de energía. Así pues, una forma de calibrar el impacto directo de las perturbaciones de los precios del petróleo es examinar el crecimiento de los precios de consumo totales de la energía. En el período comprendido entre 1999 y 2011, la tasa de crecimiento interanual del componente energético del IAPC fue, en promedio, del 5,2 %, cifra notablemente superior al incremento medio del IAPC de la zona del euro. Los efectos indirectos de dichas perturbaciones sobre los precios de consumo a través de un aumento de los costes de los insumos de la energía a lo largo de la cadena de producción han ejercido presiones adicionales al alza sobre la inflación total de la zona del euro medida por el IAPC, pero esos efectos resultan más difíciles de cuantificar<sup>2</sup>.

### Consecuencias para la fijación de los precios internos y los salarios

Los efectos sobre los precios analizados anteriormente reflejan demandas de los Gobiernos y de los países productores de materias primas sobre el valor añadido de la economía de la zona del euro. Estas demandas reducen el margen de maniobra disponible para que los salarios y los beneficios crezcan en consonancia con la estabilidad de precios. Las cuantificaciones sencillas expuestas anteriormente sugieren que, en el período comprendido entre 1999 y 2011, alrededor de medio punto porcentual de una tasa media de inflación medida por el IAPC del 2 % fue absorbido, de facto, por aumentos de los precios inducidos por el Gobierno y de los precios del petróleo y, por lo tanto, no se pudo destinar a crecimiento de la renta interna<sup>3</sup>.

Estas cifras han de compararse con un incremento medio claramente inferior al 2 % representado por factores de coste internos. Los salarios ajustados por la productividad, medidos por los costes laborales unitarios, aumentaron un 1,6 % en promedio entre 1999 y el tercer trimestre de 2011, mientras que la evolución del margen sobre los salarios, medido por los márgenes de beneficio, sumó otros 0,1 puntos porcentuales (véase gráfico B)<sup>4</sup>.

- 1 La inflación medida por el IAPC con tipos impositivos constantes, publicada por Eurostat, solo está disponible a partir de 2004. El impacto medio de los impuestos en el período comprendido entre 2004 y 2010 fue de 0,15 puntos porcentuales (véase el recuadro titulado «Cómo calibrar el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011). Las estimaciones de todo el período 1999-2010 sugieren una contribución media ligeramente más elevada, de 0,2 puntos porcentuales, cifra que se aproxima más a la contribución media de los impuestos indirectos de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del deflactor del PIB durante ese período.
- 2 La estimación de los efectos indirectos está sujeta a una considerable incertidumbre. Los cálculos de los expertos del Eurosistema sitúan el efecto indirecto de un incremento de los precios del petróleo del 10 % sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro en un intervalo de 0,1 a 0,3 puntos porcentuales. Existe también cierta evidencia de un impacto reducido a lo largo del tiempo, que podría tener su origen en la menor intensidad en energía de la actividad económica. Véase cuadro 12 de «Energy markets and the euro area macroeconomy», *Occasional Paper Series*, n.º 113, BCE, junio de 2010, página 76, del Grupo de trabajo del Comité de Política Monetaria del SEBC.
- 3 Alrededor de medio punto porcentual suma, *grosso modo*, los siguientes impactos: i) menos de 0,20 puntos porcentuales de los impuestos indirectos (véase también nota 2 del gráfico A); ii) 0,05 puntos porcentuales del aumento de los precios administrados por encima del 2 %; iii) 0,33 puntos porcentuales del aumento de los precios de la energía por encima del 2 %, y iv) 0,15 puntos porcentuales de los efectos indirectos de los precios del petróleo (véase nota 2).
- 4 El indicador del margen de beneficio se obtiene por diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del PIB a precios básicos y la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios. Cabe señalar que los conceptos de deflactor del PIB e IAPC no son directamente comparables. La tasa media de crecimiento interanual del deflactor del PIB al coste de los factores durante el período comprendido entre 1999 y el tercer trimestre de 2011 fue del 1,8 %.



Si bien el análisis anterior es retrospectivo, existen razones para suponer que las variaciones de los impuestos indirectos y de los precios del petróleo probablemente seguirán siendo importantes cuando se considera la evolución futura. En particular, los impuestos indirectos probablemente continuarán siendo un elemento de primer orden en las políticas presupuestarias de los Gobiernos, tanto en lo que se refiere a la consolidación fiscal necesaria en muchos países como con respecto a una tendencia general a reequilibrar la carga impositiva desde los impuestos directos a los indirectos, a fin de reducir los costes laborales y el sesgo tributario en contra del ahorro<sup>5</sup>. Además, en vista del crecimiento persistentemente alto de la demanda de materias primas en los mercados emergentes, no hay que descartar que pueda intensificarse la presión sobre estos productos más adelante. Por lo tanto, en conjunto, los interlocutores sociales en la zona del euro habrán de seguir teniendo en cuenta debidamente las probables limitaciones en el ámbito de la distribución interna de la renta asociadas a los efectos de los impuestos indirectos y de la relación real de intercambio.

**Gráfico B Costes laborales unitarios en la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

Nota: La observación más reciente corresponde al tercer trimestre de 2011.

5 Véase el recuadro 12, titulado «Devaluación fiscal: una herramienta de ajuste económico», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011. Véase también Å. Johansson et ál., «Taxation and Economic Growth», *OECD Economic Department Working Papers*, n.º 620, OCDE, 2008, en donde los autores llegan a la conclusión de que el IVA y los impuestos sobre la propiedad son los impuestos menos nocivos para el crecimiento, mientras que los impuestos sobre las rentas del trabajo y los impuestos de sociedades son los más perjudiciales.

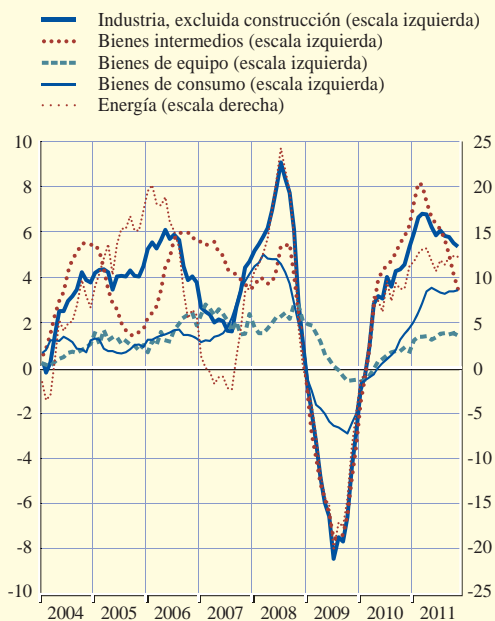
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) cayó hasta el 5,3% en noviembre de 2011, desde el 5,5% de octubre (véase gráfico 23), lo que apunta a una nueva disminución de las presiones sobre los precios de los consumos intermedios. Actualmente, esta reducción es más evidente en las primeras fases de la cadena de precios (es decir, los precios industriales de los bienes intermedios) que en fases posteriores (esto es, los precios industriales de los bienes de consumo excluidos los alimentos). La inflación de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, cayó hasta el 3% en noviembre, desde el 3,2% de octubre, debido principalmente al descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios, que fue resultado de un efecto de base negativo.

En fases posteriores de la cadena de producción, la inflación de los precios industriales en la rama de bienes de consumo se situó en el 3,4% en noviembre, sin haber registrado prácticamente variaciones en el período transcurrido desde abril. La tasa de variación interanual del componente no alimenticio se incrementó hasta el 1,7% en noviembre, la más alta observada desde octubre de 2001, lo que indica la existencia de presiones latentes sobre la inflación subyacente de los precios de consumo. En cambio, la tasa de variación interanual del componente alimenticio se redujo ligeramente, hasta el 4,8%, y se espera que siga cayendo en los próximos meses, como consecuencia de los acusados descensos recientes de la tasa de variación interanual de los precios de las materias primas alimenticias en la UE.

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

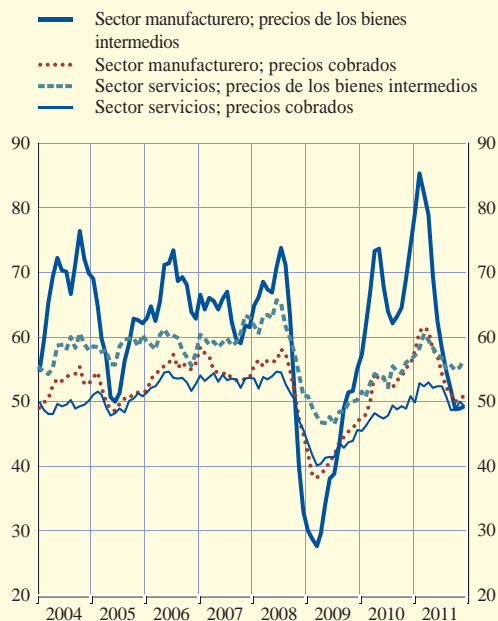
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

En diciembre de 2011, los indicadores de precios de las encuestas, que adelantan la evolución de los precios industriales, repuntaron de nuevo, señalando que la tendencia a la baja iniciada en la primavera del año pasado se ha interrumpido (véase gráfico 24). En lo que respecta al índice de directores de compras (PMI), el índice de precios de bienes intermedios de los servicios aumentó de 55,4 en noviembre a 56,6 en diciembre, lo que representa un incremento ligeramente superior al observado en las manufacturas, donde se elevó de 48,9 a 49,3 en ese mismo período. El índice de precios de venta de las manufacturas ascendió de 50,6 en noviembre a 50,8 en diciembre, mientras que el de los servicios descendió de 50 a 49,3, situándose por debajo del umbral de 50, que indica una bajada de los precios. Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta de la industria no se modificaron, aunque permanecieron próximas a su media histórica.

En síntesis, los nuevos efectos de base a la baja, junto con las menores presiones inflacionistas que anticipan los datos sobre precios basados en encuestas, señalan que la inflación de los precios industriales seguirá disminuyendo en los próximos meses. No obstante, los elevados niveles de inflación de estos precios continúan reflejando la existencia de presiones latentes.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

En consonancia con la lenta mejora de la situación del mercado de trabajo, los indicadores de costes laborales de la zona del euro aumentaron gradualmente en 2011 (véanse cuadro 6 y gráfico 25), con un crecimiento de los salarios, incluida la remuneración por asalariado, mayor de lo esperado. Sin embargo,

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

teniendo en cuenta que las perspectivas de crecimiento son bastante débiles, así como la persistente atonía del mercado de trabajo, es probable que las presiones sobre los costes laborales sigan siendo contenidas a medio plazo. Los datos preliminares sobre los salarios negociados en la zona del euro correspondientes a octubre muestran cierta moderación del crecimiento salarial.

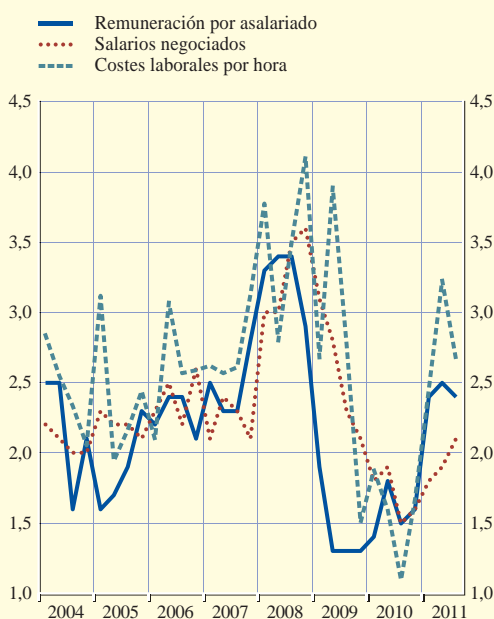
Los salarios negociados de la zona del euro crecieron un 2,1%, en términos interanuales, en el tercer trimestre de 2011, frente al 1,9% del trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora se redujo hasta situarse en el 2,7% en el tercer trimestre, en comparación con el 3,2% del trimestre precedente. Esta desaceleración estuvo determinada fundamentalmente por la evolución de la industria, sector en el que estos costes se incrementaron solo un 2,9% en el tercer trimestre, frente al 4,2% del segundo trimestre (véase gráfico 26).

También se observaron reducciones más moderadas de los costes laborales por hora en la construcción y en los servicios de mercado. En general, los costes laborales no salariales siguieron creciendo a un ritmo más rápido que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro.

Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se estabilizó y se situó en el 2,4% en el tercer trimestre de 2011, frente al 2,5% del segundo trimestre. Pese a una ligera disminución del crecimiento del empleo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo cayó hasta el 1% en el tercer trimestre, desde el 1,3% (cifra revisada) del segundo trimestre. En conjunto, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó de nuevo y se situó en el 1,3% en el tercer trimestre, frente al 1,2% (cifra revisada) del trimestre anterior. De cara al futuro, las encuestas más recientes apuntan a una desaceleración de la productividad en los próximos trimestres, lo que podría seguir impulsando al alza los costes laborales unitarios.

**Gráfico 25 Indicadores de costes laborales**

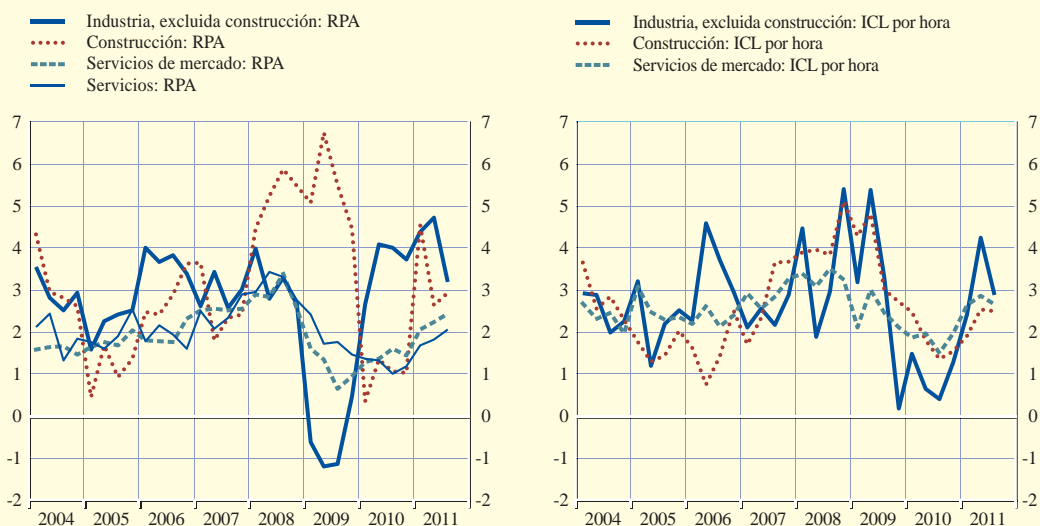
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

## Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

De cara al futuro, es probable que las tasas de inflación se mantengan claramente por encima del 2% durante varios meses, antes de caer por debajo de este nivel. Este patrón refleja la expectativa de que, en un entorno de crecimiento más débil en la zona del euro y a escala mundial, las presiones subyacentes sobre los precios, los salarios y los costes en la zona del euro sigan siendo moderadas.

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 nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados, dada la necesidad de lograr la consolidación fiscal en los próximos años, y con posibles subidas de los precios de las materias primas. Los principales riesgos a la baja están asociados al 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

El PIB real de la zona del euro creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. En la actualidad, diversos factores, entre los que se incluyen un moderado crecimiento de la demanda mundial y un debilitamiento de la confianza empresarial y de los consumidores, están frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro. Es probable que la demanda interna se reduzca a causa de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como del proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería recuperarse, aunque de manera muy gradual, durante 2012, respaldada por la evolución de la demanda mundial, unos tipos de interés muy bajos y todas las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero. En un entorno de elevada incertidumbre, siguen existiendo sustanciales riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro creció un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras registrar un crecimiento del 0,2 % en el trimestre anterior (véase gráfico 27). Este resultado, que se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, fue reflejo de las contribuciones positivas de la demanda interna y del comercio exterior neto, mientras que la aportación de las existencias fue negativa. Aunque el PIB ha crecido, en términos intertrimestrales, durante nueve trimestres consecutivos, el nivel del producto en el tercer trimestre de 2011 seguía estando un 1,8 % por debajo del máximo alcanzado antes de la recesión en el primer trimestre de 2008.

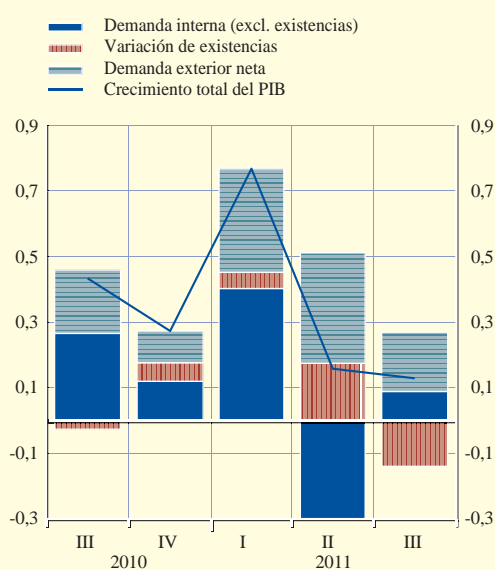
El consumo privado de la zona del euro se elevó un 0,2 % en el tercer trimestre de 2011, en comparación con la contracción del 0,5 % observada en el trimestre anterior. Es muy probable que el crecimiento registrado en el tercer trimestre sea consecuencia de la contribución positiva del consumo

de servicios, ya que tanto las ventas del comercio al por menor como las matriculaciones de automóviles (estrechamente correlacionadas con la compra de vehículos) se redujeron en términos intertrimestrales.

Por lo que se refiere al cuarto trimestre de 2011, la información sobre el consumo privado apunta a una persistente falta de dinamismo en el gasto en consumo. Las ventas del comercio al por menor disminuyeron un 0,8 % en noviembre, y en los dos primeros meses del cuarto trimestre se situaron, en promedio, un 0,7 % por debajo de la media del tercer trimestre. En esos mismos meses, las matriculaciones de automóviles se mantuvieron en el mismo nivel que en el tercer trimestre de 2011. Los datos de las encuestas relativas al comercio minorista, que están disponibles para el cuarto trimestre, señalan una continua debilidad del consumo de bienes al por menor (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del sector del comercio al por menor descendió de 48,6 en el tercer trimestre a 46,7 en el cuarto trimestre, lo que pone de manifiesto una reducción de las ventas. Además, según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, el indicador de confianza de los consumidores disminuyó en

Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones

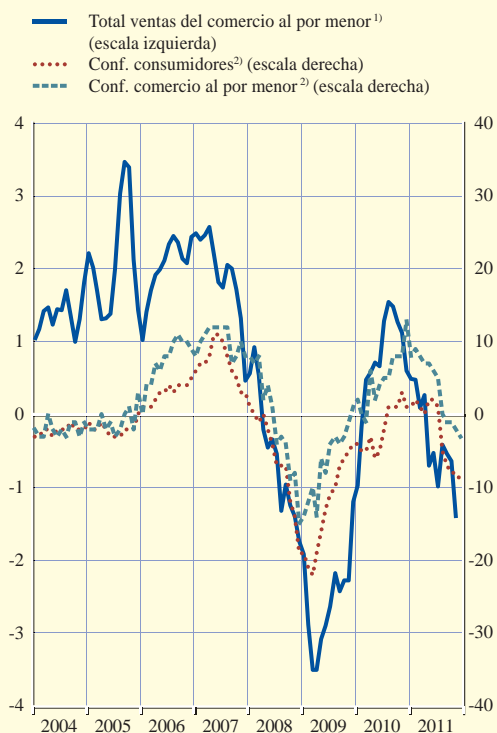
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(datos mensuales)



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

diciembre por sexto mes consecutivo. Como resultado, la media del cuarto trimestre se situó por debajo tanto de la media del tercer trimestre como de su media de largo plazo. Mientras tanto, el indicador de compras esperadas de bienes duraderos se mantuvo en niveles históricamente bajos, lo que sugiere que los consumidores todavía están actuando con cautela a la hora de decidir si compran o no bienes duraderos.

La formación bruta de capital fijo se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras un descenso similar en el trimestre anterior. La recuperación de la inversión ha sido más lenta que la de la actividad general, lo que es atribuible, principalmente, a la evolución de la inversión en construcción. Por lo que respecta al detalle de la inversión en el tercer trimestre, la inversión, excluida la construcción, se incrementó un 0,8%, en términos intertrimestrales, mientras que la inversión en construcción se contrajo un 0,9%.

Si se consideran los meses siguientes, la producción industrial de bienes de equipo (indicador de la inversión futura, excluida la construcción) registró un crecimiento intermensual del 0,9% en octubre. No obstante, la producción de bienes de equipo mostró una acusada reducción del 3,8% en septiembre, lo que moderará el crecimiento en el cuarto trimestre como consecuencia del negativo

efecto arrastre. Además, los resultados de las encuestas relativos a la industria, excluida la construcción —tanto del PMI como del indicador de confianza de la Comisión Europea—, apuntan a una marcada desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre. El indicador de confianza industrial se sitúa próximo a su media histórica, mientras que el PMI se mantiene por debajo del umbral teórico de 50 que separa la expansión de la contracción, aunque ha mejorado algo en diciembre.

En octubre de 2011, la producción en construcción se redujo un 1,4%, en términos mensuales, tras una disminución de la misma magnitud en el mes anterior. Mientras tanto, el indicador de confianza de la construcción publicado por la Comisión Europea se mantuvo por debajo de su media histórica durante el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, y en el mismo trimestre, el PMI de la construcción de la zona del euro se situó, en promedio, en un nivel muy inferior a 50, lo que indica la continuación de un crecimiento negativo en ese trimestre.

En cuanto a los flujos comerciales, las importaciones y las exportaciones crecieron de forma moderada en el tercer trimestre de 2011, lo que refleja principalmente el ligero repunte observado en el comercio mundial a medida que se reducían los cortes en la cadena de producción. Por lo que respecta al cuarto trimestre, las tasas de crecimiento de las importaciones y las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro registraron un descenso intermensual en octubre por segundo mes consecutivo. Pese

a una evolución más positiva, en términos intertrimestrales, los datos correspondientes a octubre apuntan a una contracción del comercio de bienes de la zona del euro en el último trimestre de 2011. Al contrario de lo ocurrido con el comercio de bienes, el comercio de servicios a países no pertenecientes a la zona se recuperó ligeramente en octubre (tanto en términos intermensuales como intertrimestrales). De cara al futuro, el PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro mejoró marginalmente en diciembre, la primera mejora observada desde abril de 2011. Sin embargo, el nivel se mantuvo por debajo de 50, lo que indica un crecimiento negativo de las exportaciones de la zona del euro en el corto plazo.

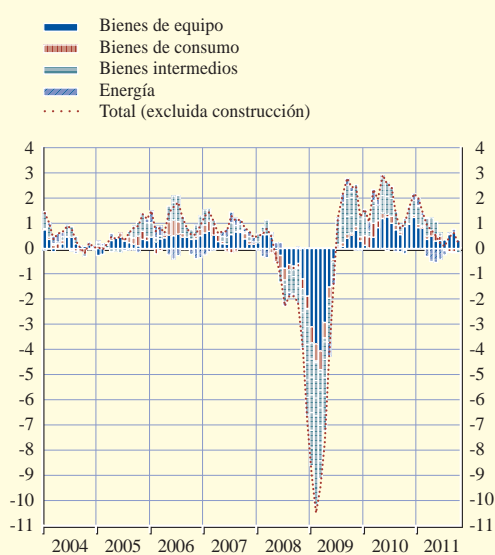
#### 4.2 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real se incrementó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011. La actividad en la industria (excluida la construcción) creció un 0,3 %, mientras que en los servicios aumentó un 0,1 %. El valor añadido de la construcción se contrajo un 0,5 %, en términos intertrimestrales. En el recuadro 7 se examina brevemente la actualización de la clasificación de actividades económicas (NACE) en las cuentas nacionales, que se ha llevado a cabo recientemente a fin de proporcionar un detalle más preciso de las actividades, sobre todo en el caso de los servicios.

Por lo que se refiere a la evolución observada en el cuarto trimestre de 2011, la producción industrial (excluida la construcción) se redujo un 0,2 %, en tasa intermensual, en octubre, tras el descenso del 2 %

**Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

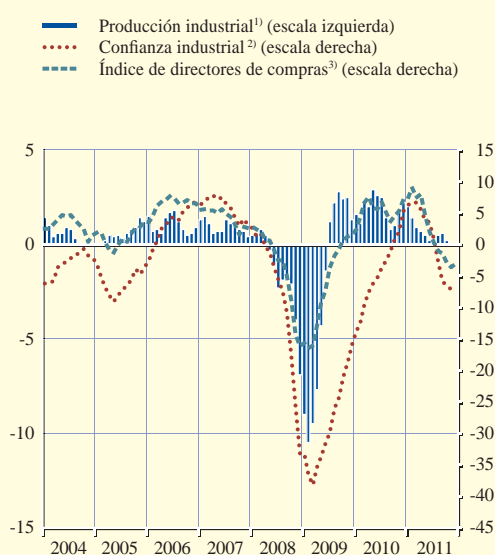
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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.

registrado en el mes anterior. La tasa de crecimiento intertrimestral pasó del 0,6% en septiembre al 0,2% en octubre (véase gráfico 29). Mientras tanto, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) de la zona del euro experimentaron un nuevo descenso del 0,6%, en tasa intermensual, en octubre, tras la fuerte caída del 5,5% registrada en el mes anterior. Los datos de las encuestas, que están más actualizados, apuntan a un debilidad de la actividad en el conjunto del trimestre (véase gráfico 30). Por ejemplo, el índice PMI de producción del sector manufacturero se situó en 46,5 en el cuarto trimestre, valor inferior al del tercer trimestre y muy por debajo del umbral de 50. El índice de actividad de los servicios también disminuyó y pasó de 50,6 en el tercer trimestre a 47,6 en el cuarto. Sin embargo, los PMI correspondientes a las manufacturas y a los servicios, aunque se mantuvieron por debajo de 50 en diciembre, han mejorado recientemente, lo que podría sugerir que se están recuperando. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, básicamente están en línea con la evolución del PMI.

#### Recuadro 7

### INTRODUCCIÓN DEL SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE ACTIVIDADES ECONÓMICAS REVISADO (NACE) EN LAS CUENTAS NACIONALES

Cuando se publicaron los principales agregados de las cuentas nacionales del tercer trimestre de 2011, la clasificación actualizada de actividades económicas NACE<sup>1</sup> Rev. 2 sustituyó a la NACE Rev. 1.1. La «NACE», que es totalmente coherente con la Clasificación Internacional Industrial Uniforme de todas las Actividades Económicas (CIIU), proporciona un marco estadístico obligatorio para una amplia gama de estadísticas europeas, entre las que se incluyen indicadores a corto plazo, estadísticas del mercado de trabajo y las cuentas nacionales. La publicación actual culmina un proceso que ha durado tres años, durante el cual la nueva clasificación<sup>2</sup> se ha introducido en las estadísticas que sirven de base en la elaboración de las cuentas nacionales. A partir de ahora, en el Boletín Mensual<sup>3</sup> solo se utilizarán datos de la agregación de las cuentas nacionales<sup>4</sup> revisada. En este recuadro se explica la introducción de la nueva clasificación y la revisión efectuada.

#### Implicaciones de la NACE Rev. 2

La revisión ha afectado principalmente a la desagregación del valor añadido, al empleo y a la remuneración de los asalariados. Los cuadros que figuran en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual ofrecen ahora diez agregados para las ramas de actividad, frente a los seis agregados anteriores, de acuerdo con el denominado «desglose A10 por ramas de actividad»<sup>5</sup>, facilitando un detalle más preciso de las actividades, sobre todo en el caso de los servicios (véase cuadro A). Este es uno de las principales ventajas de la nueva clasificación, que permite realizar un análisis más pormenorizado de esas ramas de actividad. Existen nuevas rúbricas individuales para

1 NACE es el acrónimo de «Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté Européenne», la clasificación estadística de las actividades económicas de la Comunidad Europea. Para más información sobre la NACE Rev. 2 y su relación con otras clasificaciones, véase la «NACE Rev. 2: Statistical classification of economic activities in the European Community», disponible en el sitio web de Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>).

2 En el recuadro 4 del Boletín Mensual de abril de 2009 se encuentra información más detallada de la introducción de la NACE Rev. 2 en los indicadores a corto plazo.

3 Véanse los cuadros revisados 5.2.2, 5.3.1 y 5.1.4 en la sección «Estadísticas de la zona del euro» en el presente Boletín Mensual.

4 Los responsables de elaborar las distintas cuentas nacionales llegaron a un acuerdo sobre el empleo de desagregaciones concretas de la NACE Rev. 2, que se especifican en el Reglamento (UE) n.º 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010, por el que se modifica el SEC 95, que introduce la NACE Rev. 2.

5 Véanse los cuadros mencionados en la nota 4. En el anexo del Reglamento (UE) n.º 715/2010 de la Comisión se encuentra una descripción detallada de la desagregación. [En la traducción al español de este recuadro se utiliza la terminología del INE].



Cuadro A Correspondencia de las secciones de la NACE Rev. 1.1 y la NACE Rev. 2.

NACE Rev. 1.1			NACE Rev. 2		
Sección	Actividades	% del total en 2010	Sección	Actividades	% del total en 2010
1 A, B	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	1,7	1 A	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	1,7
2 C, D, E	Industrias extractivas, industria manufacturera y energía	18,6	2 B, C, D, E	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	18,9
3 F	Construcción	5,9	3 F	Construcción	6,2
4 G, H, I	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	20,6	4 G, H, I	Comercio, transporte y hostelería	19,0
5 J, K	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	29,3	5 J	Información y comunicaciones	4,4
6 L, M, N, O, P	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	24,1	6 K	Actividades financieras y de seguros	5,3
			7 L	Actividades inmobiliarias	11,2
			8 M, N	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	10,1
			9 O, P, Q	Administración pública, sanidad y educación	19,6
			10 R, S, T, U	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	3,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La denominación de las actividades a que se hace referencia en este cuadro puede no coincidir con la denominación oficial. Los porcentajes se refieren al valor añadido.

«Información y comunicaciones», «Actividades financieras y de seguros» y «Actividades inmobiliarias», así como para «Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares».

### Introducción de la NACE Rev. 2

Eurostat publicó los principales agregados de contabilidad nacional de la zona del euro, revisados de conformidad con la clasificación NACE Rev. 2, el 6 de diciembre de 2011, y añadió detalles adicionales el 11 de enero de 2012 en su tercera publicación de datos de la zona del euro y de la UE para el tercer trimestre de 2011. Varios países proporcionaron puntualmente datos que siguen la nueva clasificación en septiembre de 2011, como estaba previsto en la normativa. Sin embargo, otros países no lo han hecho así, por lo que los agregados europeos están incompletos y ha sido necesario posponer su publicación. Si bien la mayoría de los países de la zona del euro han facilitado la mayoría de los principales agregados por ramas de actividad, aún es necesario mejorar en lo que respecta a la disponibilidad del desglose de la remuneración de los asalariados y a una información más detallada de los datos anuales nacionales por ramas de actividad. Hay que acoger con satisfacción el hecho de que varios países hayan proporcionado series históricas revisadas desde los años noventa y ochenta en la NACE Rev. 2, a pesar de que legalmente<sup>6</sup> solo se exigía transmitir datos a partir del primer trimestre de 2000 antes de finales de septiembre de 2011. Está previsto que la introducción de la nueva clasificación de actividades económicas se complete en septiembre de 2012, cuando estarán disponibles para todos los países datos adicionales sobre períodos anteriores al año 2000, lo que permitirá que se elaboren series históricas para la zona del euro.

### Efecto de la introducción

En algunos países, la introducción de la NACE Rev. 2 se ha aprovechado para incorporar mejores métodos de elaboración y nuevas fuentes estadísticas. En el cuadro B se presentan distintas medidas de las

<sup>6</sup> Véase la referencia de la nota 3.

### Cuadro B Revisiones de los principales agregados, publicados trimestralmente, tras la introducción de la NACE Rev. 2

(puntos porcentuales)

Indicador	Revisión media	Rango de la revisión	Revisión media absoluta	Pro memoria: Media absoluta de la variación interanual en %
PIB, volumen encadenado	0,02	-0,1 a 0,1	0,04	0,86
Valor añadido bruto, volumen encadenado	0,02	-0,2 a 0,1	0,05	0,84
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	0,05	-0,6 a 0,7	0,27	1,86
Todos los servicios	-0,03	-0,3 a 0,3	0,14	0,53
Total empleo	-0,01	-0,1 a 0,1	0,04	0,34
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	-0,02	-0,3 a 0,2	0,10	0,68
Todos los servicios	-0,04	-0,1 a 0,1	0,05	0,60
Total horas trabajadas	-0,08	-0,4 a 0,2	0,17	0,70
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	-0,12	-0,7 a 0,6	0,27	1,35
Todos los servicios	-0,09	-0,5 a 0,3	0,19	0,51
Remuneración de todos los asalariados	-0,04	-0,2 a 0,1	0,05	0,56
<i>Del cual:</i>				
Industria, incluida la construcción	0,10	-0,2 a 0,7	0,16	1,20
Todos los servicios	-0,08	-0,2 a 0,1	0,09	0,52

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Revisiones de las variaciones interanuales de los datos desestacionalizados y ajustados de días laborables desde el primer trimestre de 2006 al segundo trimestre de 2011.

revisiones que se han efectuado en los principales indicadores económicos a partir del primer trimestre de 2006. Mientras que, como se esperaba, la revisión media de las variaciones interanuales es muy pequeña para la economía en su conjunto, la introducción de la NACE Rev. 2 —que ha supuesto la disponibilidad de información adicional y mejorada— ha ocasionado revisiones ligeramente mayores en el caso de la industria y de los servicios, especialmente en términos del total de horas trabajadas y de la remuneración de los asalariados. Las cifras de empleo no se han visto afectadas prácticamente. Estos resultados se confirman con la revisión media absoluta y con la variación del rango de las revisiones.

En general, las principales mejoras estadísticas que ha producido la introducción de la NACE Rev. 2 se deben a la disponibilidad de información adicional relativa a los servicios. La aplicación de los cambios del producto, la renta y el empleo en las mediciones del PIB restablece la coherencia con los indicadores a corto plazo que se empezaron a elaborar con arreglo a la NACE Rev. 2 en 2009. La evolución de las series temporales con niveles de agregación más elevados solo se ha visto ligeramente afectada por los cambios. Sin embargo, no se puede descartar que se produzcan revisiones adicionales en los próximos meses, sobre todo en los datos relativos a la remuneración de los asalariados, en los que aún hay que incluir otras publicaciones nacionales siguiendo la nueva clasificación.

### MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo se está deteriorando. El crecimiento del empleo ha pasado a ser negativo y la tasa de desempleo ha empezado a aumentar. Los datos procedentes de las encuestas prevén un nuevo empeoramiento.

El empleo se redujo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2011, tras tres trimestres de crecimiento positivo (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas aumentaron un 0,1 %. A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, la última cifra de empleo refleja un acusado descenso del 1,6 % en la construcción. El crecimiento del empleo en la industria (excluida la construcción) y en

### Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

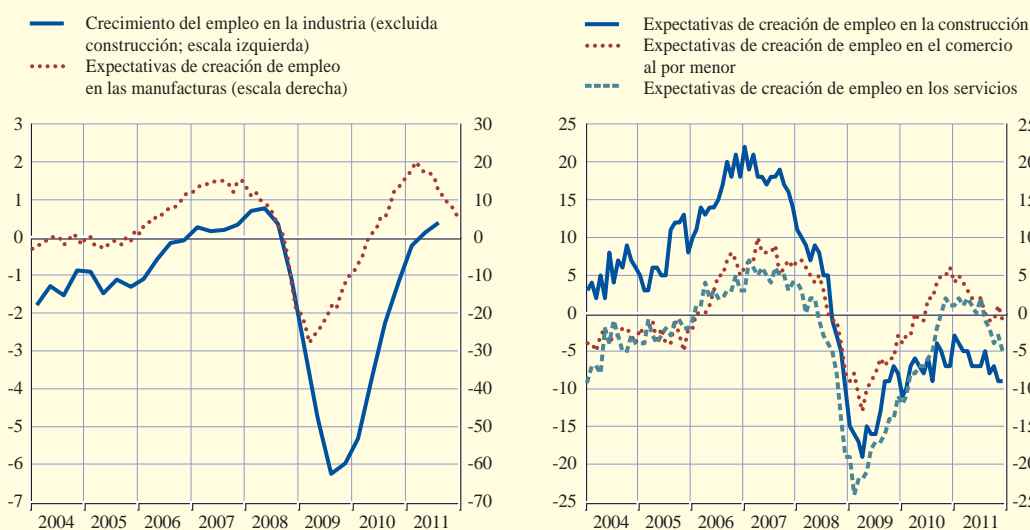
1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.

los servicios fue nulo en el tercer trimestre. Los indicadores de opinión señalan una posible nueva contracción en el empleo durante el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 31).

La tasa de variación interanual de la productividad por persona ocupada pasó del 1,3% en el segundo trimestre al 1% en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 32). El crecimiento de la productividad se elevó en la construcción, mientras que se redujo en la industria (excluida la construcción) y, en menor

### Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

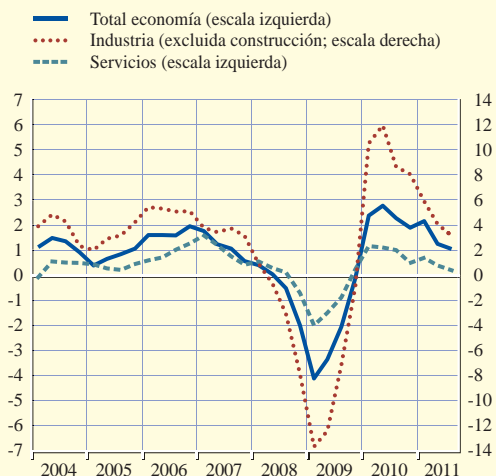
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



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

**Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada**

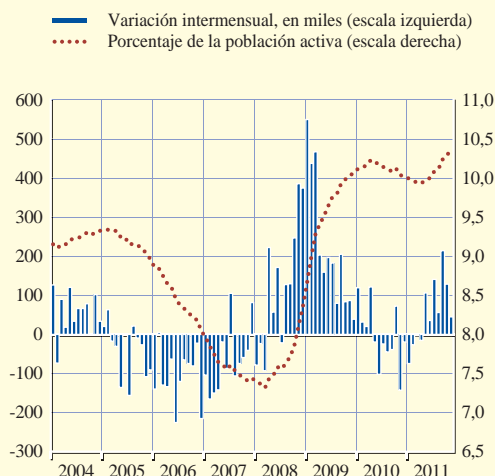
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 33 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

medida, en los servicios. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada disminuyó 0,5 puntos porcentuales, hasta el 0,8 %, entre el segundo y el tercer trimestres. De cara al futuro, los últimos datos del índice PMI de productividad sugieren nuevos descensos en el crecimiento de la productividad en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo, que se elevó 0,1 puntos porcentuales tanto en septiembre como en octubre, se mantuvo sin cambios en el 10,3 % en noviembre de 2011, por encima del nivel máximo en el que se había situado en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 33).

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En la actualidad, diversos factores, entre los que se incluyen un moderado crecimiento de la demanda mundial y un debilitamiento de la confianza empresarial y de los consumidores, están frenando el dinamismo subyacente del crecimiento en la zona del euro. Es probable que la demanda interna se reduzca a causa de las tensiones existentes en los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como del proceso de ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro debería recuperarse, aunque de manera muy gradual, durante 2012, respaldada por la evolución de la demanda mundial, unos tipos de interés muy bajos y todas las medidas adoptadas para apoyar el funcionamiento del sector financiero.

En un entorno de elevada incertidumbre, siguen observándose sustanciales riesgos a la baja para las perspectivas económicas de la zona del euro, que están relacionados principalmente con una nueva intensificación de las tensiones en los mercados de deuda de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja están también relacionados con la economía mundial, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

## ARTÍCULOS

# LA INTERACCIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y SU IMPACTO EN EL ANÁLISIS MONETARIO



*Desde el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, la intermediación financiera ha evolucionado, tanto por su tamaño como por su complejidad. El balance financiero de casi todos los sectores de la zona del euro ha crecido a un ritmo más rápido que la actividad económica, habiéndose producido los incrementos más grandes dentro del sector financiero. Todo ello apunta a un entorno de intensificación de la intermediación financiera en la economía con implicaciones para los canales a través de los cuales el crecimiento monetario señala riesgos para la inflación y de la anticipación con que se producen estas señales. En el presente artículo se analizan el papel y el cambio en los patrones de la intermediación financiera en la zona del euro y se examinan las implicaciones para la ejecución del análisis monetario.*

### I INTRODUCCIÓN

La estrategia de política monetaria del BCE asigna un papel destacado al análisis monetario, reconociendo la robusta relación que existe entre el crecimiento de los agregados monetarios y la inflación en el medio a largo plazo<sup>1</sup>. Mientras que la relación a largo plazo entre estas dos variables está bien documentada tanto en el tiempo como en los distintos regímenes de política y las diferentes regiones, el período de adelanto del dinero respecto a la inflación refleja desfases largos y variables<sup>2</sup>. La variabilidad de este período hunde sus raíces en la compleja interacción entre el dinero, la economía real y los mercados de activos, basada en parte en la innovación financiera en productos, procesos e instituciones, pero también como resultado de un aumento de los niveles de interconexión a escala mundial<sup>3</sup>. Por ejemplo, el rápido proceso de innovación, combinado con una mayor acumulación de riqueza en una sociedad en proceso de envejecimiento, ha dado lugar a una intensificación del proceso de intermediación financiera y a un fortalecimiento de la relación entre la evolución monetaria y los precios de los activos. Ello ha afectado a la importancia de los distintos canales a través de los cuales el mayor crecimiento de los agregados monetarios puede traducirse en riesgos para la inflación y requiere información detallada, así como una comprensión cabal de los cambios en la estructura financiera.

En el presente artículo se describe la evolución del entorno de la intermediación financiera y se ilustran sus implicaciones para el análisis monetario. En la sección 2 se examinan el papel, la evolución y el estado actual de la intermediación financiera

en la zona del euro. En la sección 3 se analizan los datos disponibles para obtener información sobre las interrelaciones y los riesgos del balance entre los sectores institucionales. En la sección 4 se analiza el efecto de un entorno financiero cada vez más complejo en la tarea de extraer señales para la inflación a partir de la evolución monetaria. Las conclusiones se presentan en la sección 5.

### 2 EVOLUCIÓN DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

En esta sección se describe el estado actual de la intermediación financiera en la zona del euro, así como su evolución desde 1999. En primer lugar, se examina la intermediación financiera en un marco conceptual y, a continuación, la evolución de los balances de los sectores institucionales de la zona del euro.

#### FUNCIONES DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Las preferencias de los agentes sobre cómo usar sus recursos varían. Los ahorradores muestran una preferencia por reservar recursos para consumir en el futuro, mientras que los prestatarios preferirían incrementar su consumo actual o invertir en proyectos que produzcan un mayor rendimiento en el futuro. Normalmente, a los ahorradores les gustaría tener un acceso fácil a sus

- 1 Véase, por ejemplo, L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.
- 2 Véase, por ejemplo, L. Benati, «Long-run evidence on money growth and inflation», *Working Paper Series*, n.º 1027, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2009.
- 3 Véase el artículo titulado «La oferta monetaria – comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

ahorros en cualquier momento, mientras que los prestatarios probablemente prefieran la financiación a largo plazo. Conciliar los diferentes deseos de ahorradores y prestatarios en términos de vencimiento y rendimientos es uno de los objetivos del proceso de intermediación financiera<sup>4</sup>. Los intermediarios financieros desempeñan varios servicios: i) *la transformación de los vencimientos*, que, tal como se describe, es quizás el más obvio; ii) *la transformación de la denominación*, en virtud de la cual, por ejemplo, las pequeñas participaciones en fondos de inversión permiten a los hogares acceder a activos de elevado valor; iii) *el seguimiento y el procesamiento de la información*, en virtud de los cuales, el intermediario financiero actúa como un vigilante delegado en nombre de los ahorradores, además de realizar la costosa función de recopilación de información en nombre de los pequeños inversores; iv) *servicios de pago*, dado que facilitan el intercambio y el pago de bienes y servicios entre agentes; v) *transformación de la liquidez*, que se refiere, por ejemplo, a la transformación de los préstamos ilíquidos en un bono de titulización de activos líquido (ABS); vi) *reducción de los costes de transacción*, ya que los intermediarios financieros explotan las economías de escala para realizar transacciones financieras a precios marginales más bajos que los pequeños inversores.

Más allá de esta capacidad para llevar a cabo las tareas antes descritas, que en la mayoría de los casos pueden ser realizadas por varios tipos de intermediarios financieros, hay que distinguir claramente entre intermediarios financieros monetarios y no monetarios. Los primeros, como las entidades de crédito, son los únicos intermediarios capaces de crear dinero y liquidez monetaria<sup>5</sup>.

## LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

El intercambio financiero entre ahorradores y prestatarios en la zona del euro se canaliza bien directamente a través de los mercados financieros o bien indirectamente a través de amplios grupos de intermediarios financieros, a saber, instituciones financieras monetarias (IFM), empresas de seguros y fondos de pensiones e intermediarios financieros no monetarios distintos de empresas de seguros y fondos de pensiones, que se conocen como otros intermediarios financieros (OFI). En el recuadro 1 se presenta una breve descripción de los diversos intermediarios financieros de la zona del euro.

4 Véanse, por ejemplo, en X. Freixas y J-C Rochet, *Microeconomics of Banking*, 2nd edition, MIT press, Cambridge, Massachusetts, 2008, algunos ejemplos de cómo la intermediación financiera puede corregir los fallos de los mercados.

5 Véase el artículo titulado «La oferta monetaria – comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

### Recuadro 1

#### INTERMEDIARIOS FINANCIEROS OPERANTES EN LA ZONA DEL EURO

Los distintos tipos de intermediarios financieros operantes en la zona del euro prestan uno o varios de los servicios descritos anteriormente, dependiendo de su función principal. En este recuadro se describe brevemente el funcionamiento de los servicios prestados por los distintos tipos de intermediarios, utilizando la clasificación del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95)<sup>1</sup>.

#### INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS (IFM)

##### Entidades de crédito

Aunque las entidades de crédito (o bancos) prestan la mayor parte o la totalidad de los servicios descritos con anterioridad, la característica que distingue a estas entidades es que se especializan

1 El SEC 95 es una norma estadística que contiene clasificaciones armonizadas de los sectores económicos dentro de la Unión Europea.

simultáneamente en la transformación de vencimientos y en la provisión de liquidez, gracias a su capacidad para financiar los préstamos a largo plazo mediante la captación de depósitos a corto plazo. Esta especialización supone una inestabilidad inherente al negocio bancario. Las entidades de crédito mantienen su capacidad para prestar fondos a los prestatarios únicamente en tanto en cuanto los depositantes estén seguros de que podrán retirar sus depósitos en cualquier momento. Además de la transformación de vencimientos, las entidades bancarias prestan servicios de pago mediante cheques, tarjetas de débito o tarjetas de crédito, por ejemplo, y, por tanto, desempeñan un papel esencial a la hora de facilitar el funcionamiento fluido de las compras diarias de bienes y servicios. En la zona del euro había 6.230 entidades de crédito a finales de noviembre de 2011.

### El Eurosistema

El Eurosistema está integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de la zona del euro. Su función en relación con la intermediación financiera consiste en instrumentar la política monetaria de la zona del euro, por ejemplo, distribuyendo la liquidez del banco central, realizando operaciones de divisas (transformación de la denominación) y promoviendo el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Además, el BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes en la zona del euro<sup>2</sup>.

### Fondos del mercado monetario

Los fondos del mercado monetario son fondos que captan capital de inversores privados e institucionales emitiendo participaciones y que invierten el producto en instrumentos del mercado monetario de elevada calidad. Por ejemplo, cambian denominaciones y gestionan liquidez. Dentro de los instrumentos del mercado monetario se incluyen los instrumentos transferibles, como las letras del Tesoro y la deuda de Administraciones Públicas locales, los certificados de depósito, los pagarés de empresa, las obligaciones a medio plazo y las aceptaciones bancarias. Estos fondos suelen negociarse en el mercado monetario, más que en los mercados regulados. Los fondos del mercado monetario son una importante fuente de financiación a corto plazo, y se consideran instituciones financieras monetarias porque las emisiones de participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos. En la zona del euro había 1.376 fondos del mercado monetario a finales de noviembre de 2011<sup>3</sup>.

Además de las entidades de crédito, de los fondos del mercado monetario y del Eurosistema, existen otras IFM en la zona del euro. A finales de noviembre de 2011 había un total de 30 entidades clasificadas como otras IFM en la zona, incluidas las entidades de dinero electrónico, que son unidades institucionales que proporcionan, básicamente, un medio de almacenar dinero con el fin de realizar pagos<sup>4</sup>.

### EMPRESAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES (ESFP)

Las empresas de seguros conceden prestaciones a los asegurados en determinadas circunstancias, mientras que los fondos de pensiones (autónomos) captan, agrupan e invierten fondos para cubrir los derechos de pensión futuros de los beneficiarios<sup>5</sup>. En este sentido, los servicios de ambos tipos de intermediarios

2 Véase Banco Central Europeo, La política monetaria del BCE, Fráncfort del Meno, 2011.

3 La definición estadística de fondos del mercado monetario se ha ajustado a la definición supervisora establecida en el Reglamento BCE/2011/12, de agosto de 2011. El período transitorio para la adopción de la nueva definición estadística de fondos del mercado monetario termina en febrero de 2012.

4 Las entidades de dinero electrónico clasificadas como IFM se definen en el Reglamento BCE/2011/12. Algunas sociedades (por ejemplo, minoristas) emiten dinero electrónico, pero, como esta no es su actividad principal, no pertenecen al sector financiero.

5 Véase el artículo titulado «El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011.

incluyen el servicio de transformación de denominación para los hogares. Las ESFP desempeñan un papel esencial en la configuración de las carteras de activos de los hogares, ya que casi una tercera parte de los activos financieros de este sector está invertida en pasivos de las ESFP (reservas técnicas de seguro). Esta proporción ha aumentado significativamente en la última década (representaba menos de una cuarta parte en 1999), lo que refleja las tendencias demográficas y la necesidad percibida de crear planes de pensiones complementarios. En términos de balance, el sector de las ESFP está dominado por las empresas de seguros, que poseen alrededor del 80 % de los activos totales de las ESFP.

Las ESFP son importantes inversores en los mercados financieros. Al tratarse de inversores a largo plazo, suelen ser una fuente de estabilidad para dichos mercados. Sin embargo, el tamaño de sus carteras de inversión implica que los mercados pueden quedar sacudidos si reasignan sus fondos o deshacen sus posiciones, como ocurre con otros inversores institucionales, como los fondos de inversión. A finales de junio de 2011 se estimaba que existían 3.400 empresas de seguros y 3.200 fondos de pensiones autónomos en la zona del euro.

## **INSTITUCIONES FINANCIERAS NO MONETARIAS DISTINTAS DE LAS ESFP (OIF)**

### **Fondos de inversión**

Los fondos de inversión captan capital de los inversores privados e institucionales mediante la emisión de participaciones e invierten los recursos obtenidos en activos financieros y no financieros. En su calidad de intermediarios financieros, los fondos de inversión desempeñan dos funciones principales: a) ofrecen a los inversores la oportunidad de invertir en un conjunto de activos diversificado con una única compra de participaciones (transformación de denominación), y b) sus inversiones constituyen una fuente de financiación para otros sectores, como las IFM, las sociedades no financieras y los organismos públicos (transformación de vencimientos)<sup>6</sup>. En el segundo trimestre de 2011 existían en la zona del euro 48.913 fondos de inversión.

### **Sociedades instrumentales**

Las sociedades instrumentales<sup>7</sup> son entidades que se dedican, primordialmente, a operaciones de titulización (véase el recuadro 2 para más detalles). Por «titulización» se entiende aquella operación o proceso en virtud del cual un activo o un conjunto de activos generadores de flujos financieros, generalmente préstamos, se transfiere de una entidad originadora (generalmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. La sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos representativos de deuda, cuyo principal e intereses se satisfacen con los flujos de efectivo generados por el conjunto de activos. Las IFM utilizan la titulización para transformar activos no líquidos en activos líquidos y, de este modo, liberar parte de su balance y obtener una fuente de financiación adicional. En el tercer trimestre de 2011 había 2.972 sociedades instrumentales en la zona del euro.

### **Entidades de contrapartida central**

Una entidad de contrapartida central (ECC) es una entidad que se interpone legalmente entre las contrapartes de los contratos negociados en los mercados financieros, actuando como comprador

6 Véase el artículo titulado «Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2010.

7 Estas entidades, junto con otros tipos de OIF, conforman lo que suele denominarse «el sector bancario en la sombra».



frente a cualquier vendedor y como vendedor frente a cualquier comprador. Por tanto, las ECC ofrecen la ventaja, frente a la contratación directa, de reducir sustancialmente el riesgo de contraparte para las partes contratantes. Estos intermediarios facilitan la negociación en mercados de derivados y de renta variable, y se han convertido en un agente importante del mercado de *repos*. A finales de noviembre de 2011 existían ocho ECC en la zona del euro.

### Otros intermediarios financieros (OIF)

Además de los tres tipos de intermediarios financieros descritos anteriormente (fondos de inversión, sociedades instrumentales y ECC), el sector de OIF incluye otras categorías de entidades, como las sociedades *holding* financieras, las sociedades de valores y derivados financieros, las sociedades de capital de riesgo y, en general, cualquier otro intermediario financiero no monetario que no esté clasificado en otra categoría.

Por último, están las entidades de pago, cuya función consiste en prestar servicios de pago, como transferencias, sin ser una institución monetaria.

El cuadro 1 muestra la desagregación del saldo vivo de los activos financieros entre los distintos sectores institucionales de la zona del euro desde 1999. Las instituciones financieras representaban el 58 % del total del saldo vivo de los activos financieros a finales de 2010. Más de la mitad de esta cifra se encontraba en poder de las IFM (dentro de este grupo, las entidades de crédito registra-

ban, con diferencia, el porcentaje más elevado, mientras que una cuarta parte estaba en poder de otros intermediarios financieros y el resto correspondía a las empresas de seguros y fondos de pensiones). Tanto los hogares como las sociedades no financieras concentraban alrededor del 20 % de los activos vivos totales, mientras que a las Administraciones Públicas les correspondía solo el 4 %.

**Cuadro 1 Total de activos financieros vivos de la zona del euro y desagregación por sectores**

(porcentaje)	1999	2007	2008	2009	2010
Hogares	24,8	21,0	20,2	20,3	20,1
Sociedades no financieras	18,9	18,7	17,5	17,8	17,9
Instituciones financieras	51,9	56,8	58,5	58,1	58,1
- Instituciones financieras monetarias	32,2	36,2	40,6	38,0	37,9
- Entidades de crédito	29,5	32,6	35,6	33,4	33,3
- Fondos del mercado monetario	-	1,3	1,5	1,4	1,2
- Eurosistema	2,0	2,4	3,5	3,2	3,4
- Empresas de seguros	5,7	5,6	5,4	5,7	5,7
- Fondos de pensiones	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
- Otros intermediarios financieros	12,9	15,1	14,0	15,3	16,3
- Fondos de inversión	6,6	5,9	5,2	6,1	6,7
- Sociedades instrumentales	-	-	-	2,6	2,5
Administraciones Públicas	4,4	3,5	3,8	3,8	4,0
<b>Total de la economía</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Total de la economía (en mm de euros)	51.326	87.051	85.733	89.491	93.350
Total de la economía (en porcentaje del PIB)	797	963	927	1.001	1.017

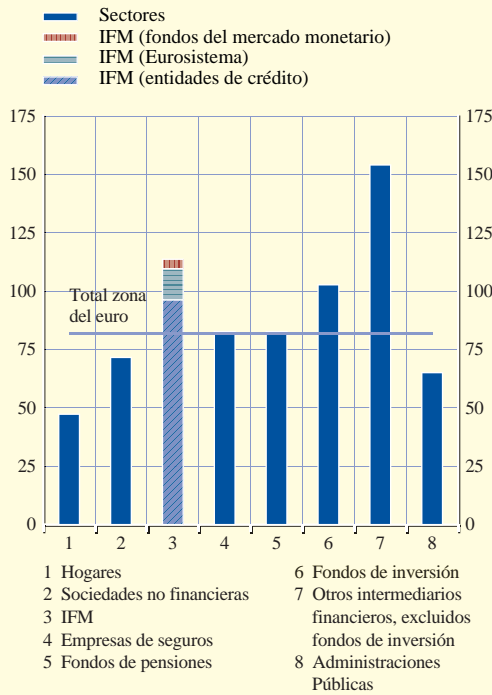
Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Como los datos proceden de diferentes conjuntos de datos, que aplican principios contables distintos, la suma de los subsectores puede ser mayor que el total del sector. El símbolo «-» indica que no hay datos disponibles.

Los datos no están consolidados, es decir, incluyen, por ejemplo, los préstamos interbancarios.

### Gráfico 1 Incremento de los activos financieros entre 1999 y 2010 por sectores

(tasa de variación total)



Fuente: BCE.

Nota: La rúbrica 3 (IFM) se desglosa para mostrar las contribuciones de los respectivos subsectores al incremento porcentual total de los activos financieros del sector de IFM. La línea horizontal representa el incremento porcentual de los activos financieros totales de la zona del euro.

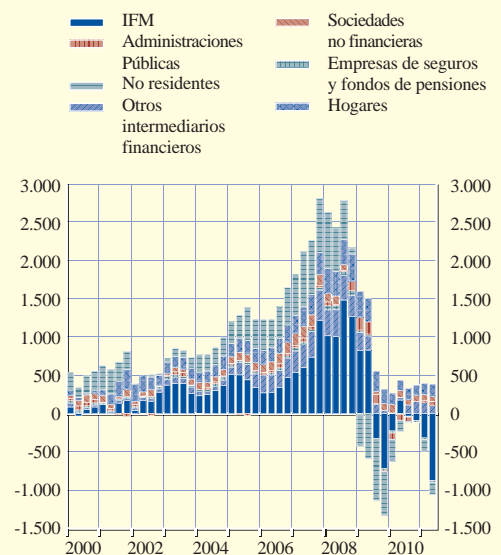
El valor de los activos financieros totales de la zona del euro casi se ha duplicado en comparación con 1999. El crecimiento total de dicho valor ha sobrepasado el crecimiento del PIB nominal, ya que el valor de los activos financieros vivos en relación con el PIB ha aumentado desde alrededor del 800 % en 1999 hasta algo más del 1.000 % en 2010.

El aumento de los activos financieros vivos no ha sido igual en todos los sectores, ya que el sector financiero incrementó sus tenencias de activos en mayor magnitud que los sectores no financieros. Ello se aplica, en particular, a las IFM y a los otros intermediarios financieros, cuyos activos financieros se han duplicado con creces desde 1999 (véase gráfico 1), lo que se ha traducido en un incremento de la participación de estos dos

subsectores en el valor total de los activos financieros de la zona del euro. El gráfico 1 muestra que el aumento de las tenencias de activos de las IFM ha estado determinado, principalmente, por las entidades de crédito. El gráfico 1 revela, asimismo, que los fondos de inversión (que incluyen los fondos de inversión libre o *hedge funds*) residentes en la zona del euro no han sido el principal factor determinante del crecimiento de las tenencias de activos de los otros intermediarios financieros. Los datos de los mercados indican que las titulizaciones se multiplicaron por diez entre los años 2000 y 2008, de lo que se deduce que una gran parte del incremento de las tenencias totales de este grupo de intermediarios puede atribuirse a las sociedades instrumentales. La mayor actividad entre las IFM y las entidades de contrapartida central (ECC) (véase sección 4) también parece indicar que estas últimas son responsables, en parte, de ese incremento. Los hogares, el sector que presenta el menor crecimiento de sus balances, han incrementado sus tenencias de activos financieros en un 47 %, lo que se ha traducido en un descenso del porcentaje

### Gráfico 2 Depósitos en las IFM de la zona del euro por sectores

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres; mm de euros)



Fuente: BCE.

de activos financieros totales<sup>6</sup>. Esta evolución apunta a que se está produciendo una interacción financiera cada vez mayor dentro del propio sector financiero, sin que los balances del sector no financiero se vean afectados.

No obstante, la evolución de los balances a lo largo de los años no ha estado exenta de fluctuaciones, como puede observarse en el gráfico 2, que describe las transacciones de depósitos en las IFM acumuladas de cuatro trimestres. El gráfico muestra un rápido incremento durante los años anteriores a la crisis financiera y un descenso incluso más rápido después de la crisis. El descenso fue especialmente acusado en el caso de los depósitos en poder de otras IFM y del sector exterior (principalmente IFM no residentes), lo que apunta a una mayor volatilidad e inestabilidad en el mercado de préstamos interbancarios, por oposición a la financiación mediante depósitos por parte del sector no financiero.

### 3 INTERRELACIONES ENTRE LOS SECTORES Y RIESGOS DEL BALANCE

Utilizando información proveniente de las cuentas de la zona del euro, complementada con distintos conjuntos de datos específicos de cada sector<sup>7</sup>, se ha confeccionado un «mapa de riesgos» en términos cuantitativos, que permite observar las interrelaciones del balance entre los diferentes sectores de la zona del euro y el resto del mundo. Las diversas interrelaciones solo pueden rastrearse parcialmente, ya que no se dispone todavía de una descripción completa de qué sector es el tenedor del pasivo de cada uno de los sectores (las llamadas cuentas «de quién a quién»).

En el gráfico 3 se presenta ese mapa de riesgos. Los diagramas de los respectivos sectores ilustran hasta qué punto puede identificarse la contrapartida de los pasivos de cada sector. En el caso de las sociedades no financieras, solo es posible identificar el sector de contrapartida del 38% de los pasivos vivos (la parte azul de cada diagrama). Las flechas entre sectores representan las exposiciones intrasectoriales, y, en cuanto al sentido, van

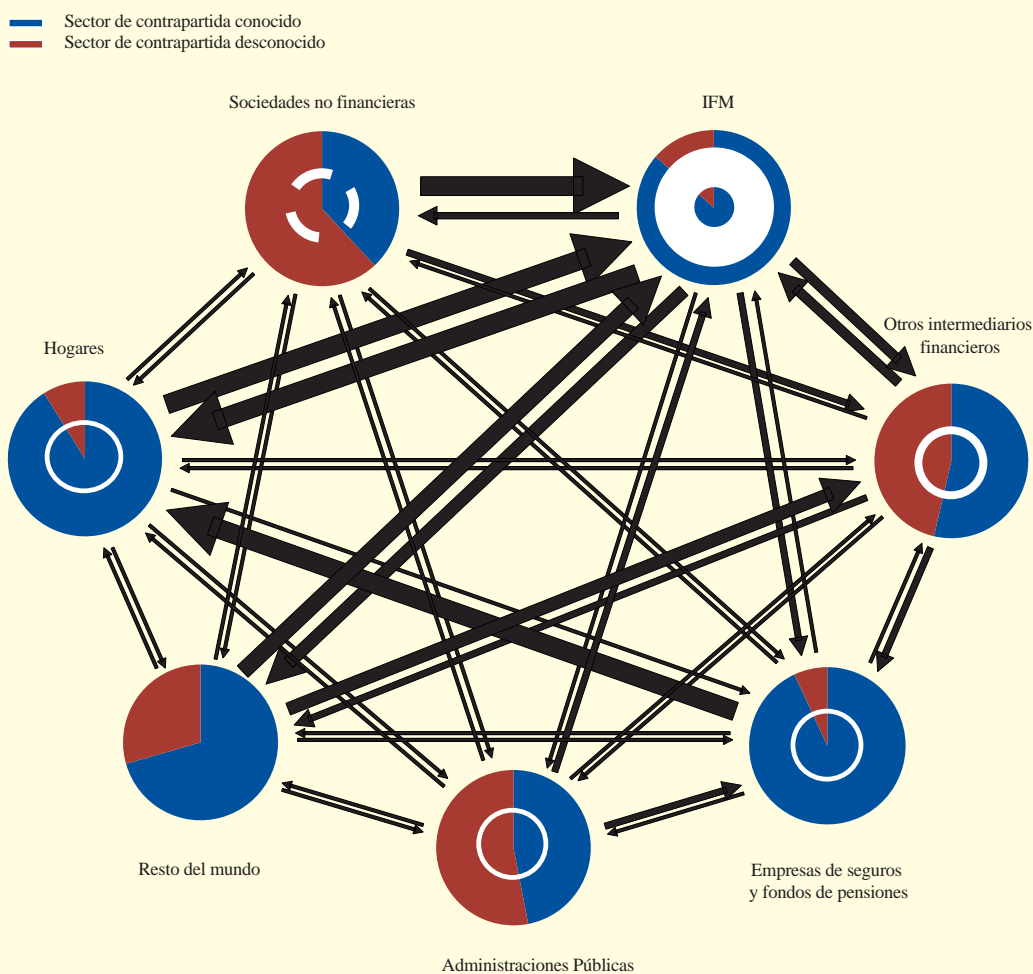
del emisor de los pasivos al tenedor. El grosor de cada flecha representa el tamaño de la exposición. Así pues, las flechas que relacionan las sociedades no financieras con las IFM indican que las IFM mantienen un volumen mayor de los pasivos emitidos por las sociedades no financieras que viceversa. Los círculos que aparecen dentro de los diagramas correspondientes a cada uno de los sectores indican los pasivos emitidos y mantenidos por ese sector. Al igual que las flechas, el grosor de estos círculos interiores es proporcional a los importes. Según los datos disponibles, el volumen de pasivos en poder del mismo sector es mayor en el caso de las IFM que en el de las sociedades no financieras. No obstante, como indica el porcentaje de contrapartidas desconocidas (la zona roja de los diagramas), el volumen de pasivos emitidos y mantenidos por las sociedades no financieras solo puede determinarse con un grado de certidumbre muy bajo. Por este motivo, en el caso concreto de las sociedades no financieras, el círculo interior se representa mediante una línea discontinua. Por motivos similares, el diagrama correspondiente al resto del mundo no contiene un círculo interior, ya que las estadísticas de la zona del euro no recogen los pasivos emitidos y mantenidos por el resto del mundo.

El mapa de riesgos permite extraer varias conclusiones importantes. En primer lugar, todos los sectores están interconectados, aunque el grado de conexión bilateral varía significativamente. En segundo lugar, existe un alto grado de heterogeneidad en la proporción que representan los pasivos con un sector de contrapartida conocido. Por ejemplo, los pasivos de los hogares se componen casi en su totalidad de préstamos, normalmente concedidos por IFM o en poder de otros intermediarios financieros como consecuencia de las titulaciones. La contrapartida de los préstamos está

6 Durante este período se ha producido un importante aumento de la riqueza no financiera, principalmente en el sector de la vivienda, que ha afectado principalmente a los hogares. No obstante, los datos analizados no incluyen los activos no financieros.

7 Además de las cuentas de la zona del euro, el mapa de riesgos se basa en las partidas del balance, ESFP, Balance de los Fondos de Inversión y estadísticas de las sociedades instrumentales, que forman parte, todas ellas, de las estadísticas monetarias y financieras de la zona del euro.

Gráfico 3 Exposiciones intersectoriales en los balances de la zona del euro (2010)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las flechas que señalan del sector A al sector B indican que este último mantiene activos frente al sector A, es decir, que hay pasivos del sector A en poder del sector B.

El grosor de las flechas representa la magnitud de la exposición.

El círculo interior de cada diagrama indica los pasivos emitidos y mantenidos por ese mismo sector. El grosor del círculo indica la magnitud del riesgo intrasectorial. En el caso de las sociedades no financieras, el círculo está representado por una línea discontinua, ya que lo más probable es que los pasivos internos se hayan subestimado sustancialmente. El diagrama correspondiente al «resto del mundo» no incluye círculo, ya que, por definición, las estadísticas de la zona del euro no lo recogen.

bien documentada en las estadísticas oficiales, razón por la cual puede identificarse el sector de contrapartida del 91 % de los pasivos emitidos por los hogares. En cambio, alrededor de la mitad de los pasivos emitidos por las sociedades no financieras son acciones y otras participaciones de capital, cuyos tenedores resultan más difíciles de identificar. En conjunto, cuando se suman los pasivos emitidos en la zona del euro y los emitidos en otras regiones del mundo pero mantenidos den-

tro de la zona, puede identificarse un sector de contrapartida para el 65 % de dichos pasivos<sup>8</sup>. Tanto el tamaño del balance financiero de cada sector institucional (véase sección 2) como las interrelaciones entre sectores han aumentado

<sup>8</sup> Identificar la contrapartida no significa necesariamente que se pueda identificar al tenedor del riesgo en cuestión. Por ejemplo, a través de instrumentos derivados, se pueden transferir los riesgos a otra entidad. Esta operación no aparece en los balances, ya que el valor de mercado de un contrato de derivados suele ser cero o casi cero.

considerablemente desde 1999. El aumento de los balances ha sido especialmente evidente en los sectores financieros, en particular en el de otros intermediarios financieros.

Otro mensaje importante que transmiten los patrones representados en el gráfico 3 es que el sector de IFM actúa como núcleo financiero, especialmente (aunque no de forma exclusiva) en lo que respecta al sector no financiero. Al mismo tiempo, el sector de IFM presenta una clara exposición frente al resto del mundo, lo que significa que, aunque el sector no financiero es muy dependiente de un sector de IFM que funciona adecuadamente, también está expuesto a la evolución del entorno exterior a través de la exposición de las IFM frente al resto del mundo. Además, como el propio sector de IFM está tan interrelacionado como se documenta en el gráfico 3, las tensiones en un segmento del sector bancario pueden propagarse rápidamente a todo el sistema bancario y a los sectores no financieros.

El patrón de exposiciones cruzadas en 1999 fue muy similar al observado a finales de 2010. No obstante, solo puede identificarse la contrapartida del 48% de los pasivos vivos en 1999. Los principales factores que han permitido avanzar en la identificación de las contrapartidas han sido la mejora de las estadísticas de las IFM y los fondos de inversión y la introducción de las estadísticas sobre empresas de seguros y fondos de pensiones y sociedades instrumentales. Estos avances han tenido un impacto positivo, especialmente en la identificación de los tenedores de pasivos de otros intermediarios financieros, pero también, aunque en menor medida, en la identificación de los tenedores de pasivos emitidos por las empresas de seguros y fondos de pensiones, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas. Lo mismo puede afirmarse respecto al resto del mundo.

En conjunto, la descripción de la intermediación financiera antes descrita y los datos presentados indican un entorno en el que las fuertes interacciones entre los intermediarios financieros se han traducido en una prolongación de la cadena de intermediación financiera. Las posibles consecuencias para el análisis monetario se consideran en la sección siguiente.

#### 4 CONSECUENCIAS DE LA INTERACCIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS PARA EL ANÁLISIS MONETARIO

El análisis monetario del BCE se fundamenta en la relación bien documentada entre crecimiento monetario e inflación: los aumentos generales de los saldos monetarios inducirán, en última instancia, un mayor gasto en consumo, que, si no se compensa con incrementos del producto, se traducirá en inflación<sup>9</sup>. En esta sección se analiza cómo afectan las interacciones entre los diversos intermediarios financieros —tanto monetarios como no monetarios— a las variables que se utilizan normalmente para el análisis monetario (principalmente, los agregados monetarios y crediticios) y, potencialmente, a la fuerza del vínculo entre dichas variables y la inflación. El análisis se presenta en cuatro subsecciones, en las que se analizan las consecuencias de la interacción entre los intermediarios financieros para la medición de los agregados monetarios, la relación entre dinero y crédito (y el proceso de creación del dinero) y la relación entre dinero e inflación de precios de consumo, incluido el canal de los precios de los activos.

##### CONSECUENCIAS PARA LA MEDICIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Cada vez que un pasivo de una IFM incluido en la definición de dinero se transfiere dentro o fuera del sector tenedor de dinero se produce una variación en el volumen total de dinero de la economía. Lo mismo ocurre si el sector tenedor de dinero reestructura sus tenencias de pasivos de las IFM pasando de instrumentos dentro del dinero a instrumentos fuera del dinero, o viceversa.

La cantidad de dinero en la economía disminuye cuando, por ejemplo, un fondo de inversión adquiere valores de renta variable extranjeros de fuera de la zona del euro o cuando una sociedad instrumental liquida su deuda contraída con un banco por la compra previa de un préstamo. Sin embargo, esa cantidad aumenta cuando, por ejemplo, una institución participa en una adquisición temporal con una entidad de contrapartida central, lo que explica que

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, L. Benati, «Long-run evidence on money growth and inflation», *Working Paper Series*, n.º 1027, BCE, Fráncfort del Meno, marzo 2009.

una cadena de intermediación financiera más larga tienda a incrementar la volatilidad a corto plazo de las medidas de los agregados monetarios amplios. La mayor interacción entre los intermediarios financieros no solo añade volatilidad a la evolución de los agregados monetarios, sino que además hace que sea más necesario entender el paisaje institucional de la intermediación financiera y la motivación subyacente de las distintas transacciones. Este conocimiento ayuda a diferenciar los movimientos del dinero que tienen un contenido informativo más directo para el análisis de las tendencias de los precios de consumo de los movimientos de naturaleza menos fundamental desde el punto de vista de un análisis monetario. Por ejemplo, una transacción realizada entre dos bancos a través de una entidad de contrapartida central es, básicamente, una transacción entre IFM, que afecta a los agregados monetarios y crediticios solo porque se efectúa a través de una entidad —la entidad de contrapartida central— que pertenece al sector tenedor de dinero. Juntamente con la información general sobre otras transacciones entre IFM, el nivel de operaciones de este tipo realizadas a través de una entidad de contrapartida central proporciona, no obstante, información valiosa con respecto a las condiciones de financiación entre IFM. De hecho, las operaciones con garantías entre IFM realizadas a través de entidades de contrapartida central han aumentado de forma acusada desde el inicio de la crisis financiera, dado que estas entidades reducen el riesgo de contrapartida y han compensado, en parte, el descenso observado en las operaciones interbancarias directas sin garantías.

Una consecuencia más compleja de las interacciones entre las IFM y otros intermediarios financieros es la relacionada con la tecnología de las titulizaciones, en virtud de las cuales, una sociedad instrumental —un intermediario financiero no monetario que, como tal, forma parte del sector tenedor de dinero— compra préstamos de IFM y emite valores garantizados por esos préstamos. Mientras que las titulizaciones reales tienen un impacto inmediato sobre los préstamos de las IFM, dado que los préstamos ya no figuran en los balances de las entidades de crédito<sup>10</sup>, el impacto sobre los agregados monetarios es menos directo. Por una parte, la

compra de préstamos de IFM por parte de sociedades instrumentales puede dar lugar a una reducción de los agregados monetarios<sup>11</sup>. Cuando una de estas sociedades compra un conjunto de préstamos de una IFM, la operación se salda con dinero proveniente de los ingresos obtenidos del producto de la titulización, normalmente un bono de titulización de activos. Si dicho bono es adquirido por una entidad perteneciente al sector tenedor de dinero, esta entidad puede pagar el bono con recursos procedentes de sus depósitos en un banco. Con ello se reducirían los pasivos monetarios vivos del sector IFM y, por consiguiente, disminuirían los saldos monetarios. Visto desde otra perspectiva, el conjunto de préstamos vendidos a la sociedad instrumental lo financian los inversores que invierten en los valores de dicha sociedad y no se financia con cargo a los pasivos monetarios de las IFM. Por otra parte, si el bono de titulización es adquirido por un no residente, no se reducen los saldos monetarios, ya que la transacción supone una entrada de dinero procedente de fuera de la zona del euro. Lo mismo ocurre si el bono de titulización es adquirido por el sector de IFM, proceso que se conoce habitualmente como «titulización retenida» y que, desde finales de 2008, se ha convertido en el principal objetivo de las titulizaciones. En este caso, aunque por diferente motivo, tampoco disminuye el agregado monetario, ya que la operación de titulización se reduce, básicamente, a un mero cambio en la composición de las tenencias de activos de las IFM. Por lo que respecta a las variables de crédito, la titulización retenida se traduce automáticamente en una reducción del saldo de los préstamos de las IFM (suponiendo que se den de baja) que se compensa con un incremento de igual magnitud en las tenencias de valores de renta fija de otros intermediarios financieros en poder de las IFM, sin que varíe el volumen total de crédito de este sector. En el recuadro 2 se presenta

10 Tras la adopción de la IAS39 por parte de las IFM de la zona del euro, una operación tradicional de titulización puede no dar lugar a una reducción, una por una, de las tenencias de préstamos, si una parte de los mismos no se han dado de baja. Véanse más detalles en el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2008.

11 Los agregados monetarios y crediticios pueden registrar movimientos de muy corta duración a fin de financiar la operación de titulización; por ejemplo, si se concede un préstamo puente a la sociedad instrumental para financiar el proceso.

un análisis estadístico de la interacción entre los sectores de IFM y las sociedades instrumentales de la zona del euro, basado en un conjunto de estadísticas disponibles desde diciembre de 2009.

## Recuadro 2

### TITULIZACIONES E INTERACCIÓN ENTRE LAS IFM Y LAS SOCIEDADES INSTRUMENTALES

En las operaciones de titulización de la zona del euro suelen intervenir dos tipos de intermediarios financieros, dado que una IFM tituliza activos a través de una sociedad instrumental. En algunas titulizaciones pueden participar varias sociedades instrumentales, lo que aumenta los vínculos existentes en la cadena de intermediación financiera. Los activos totales de las sociedades instrumentales de la zona del euro ascendían a 2,2 billones de euros al cierre del tercer trimestre de 2011, lo que representa en torno al 10% de los activos del sector de intermediarios financieros no monetarios.

El modelo «originar para distribuir», según el cual las IFM se valían de las titulizaciones para convertir activos ilíquidos a largo plazo (préstamos) en activos más líquidos que podían venderse a los inversores, cesó con la crisis financiera, aunque, durante la crisis, continuaron las titulizaciones, ya que las IFM retuvieron en sus balances los valores emitidos por las sociedades instrumentales para utilizarlos como activos de garantía en las operaciones de financiación del banco central. Además, se han producido transferencias a estructuras de «bancos malos» que forman parte del sector de sociedades instrumentales.

Puede hacerse un seguimiento de esta evolución utilizando las nuevas estadísticas armonizadas sobre las operaciones de titulización de las IFM y las sociedades instrumentales que publica el BCE desde junio de 2011, con datos en la serie temporal a partir de diciembre de 2009<sup>1</sup>.

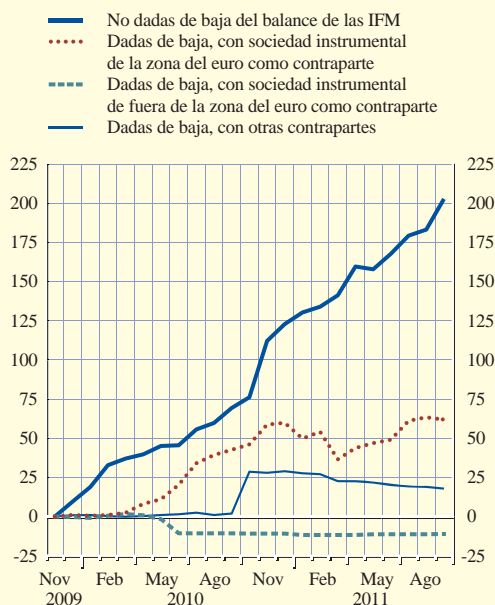
#### Utilización de sociedades instrumentales de la zona del euro por parte de las IFM de la zona para sus operaciones de titulización

La inmensa mayoría de las IFM de la zona del euro usan sociedades instrumentales residentes en la zona del euro para sus operaciones de titulización. Las IFM de la zona realizaron titulizaciones de préstamos y otras transferencias por un importe neto acumulado de 271 mm de euros entre diciembre de 2009 y septiembre de 2011. De esta cantidad, 203 mm de euros han permanecido en los balances de las IFM (véase gráfico A), correspondiendo casi en su totalidad a titulizaciones llevadas a cabo a través de sociedades instrumentales

<sup>1</sup> Véanse el artículo titulado «El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011, y las notas de prensa trimestrales, que están disponibles en la página del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

Gráfico A Titulizaciones y otras transferencias realizadas por las IFM a partir de diciembre de 2009

(mm de euros)



Fuente: BCE.

de la zona del euro<sup>2</sup>. Los préstamos transferidos y dados de baja de los balances de las IFM durante el período ascendieron a 69 mm de euros y se transfirieron principalmente (62 mm de euros) a sociedades instrumentales de la zona. Las transferencias dirigidas a sociedades instrumentales de fuera de la zona del euro o procedentes de estas fueron limitadas en el citado período.

### Posiciones de las sociedades instrumentales de la zona del euro frente al sector de IFM de la zona

Una gran parte del balance de las sociedades instrumentales de la zona del euro está ligada al sector de IFM. Además de los activos titulizados, surgen otras interrelaciones significativas entre los dos sectores cuando las sociedades instrumentales colocan depósitos en las IFM y cuando un sector posee los valores distintos de acciones emitidos por el otro. En el gráfico B se presenta la relación del sector de IFM de la zona del euro con los activos y pasivos de las sociedades instrumentales de la zona.

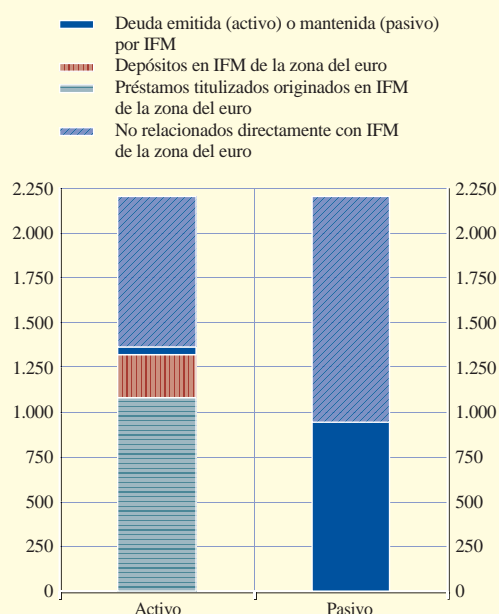
Al cierre del tercer trimestre de 2011, las sociedades instrumentales mantenían préstamos titulizados por valor de 1,5 billones de euros, de los cuales 1,2 billones de euros habían sido originados por IFM de la zona del euro (véase gráfico B). De estos préstamos, dos tercios habían sido concedidos a hogares de la zona (principalmente hipotecas residenciales, pero también crédito al consumo, préstamos para la adquisición de automóviles o préstamos a estudiantes) y más de un quinto se había otorgado a sociedades no financieras de la zona. Aproximadamente la mitad de los préstamos originados en IFM permanecen en el balance de la entidad originadora (590 mm de euros en el tercer trimestre de 2011).

Los valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro en poder de sociedades instrumentales ascendían a 42 mm de euros, lo que representa alrededor de una quinta parte del total de valores distintos de acciones en manos de estas sociedades. Del total de valores emitidos por las IFM, las sociedades instrumentales dedicadas a titulizaciones sintéticas poseían valores por importe de 9 mm de euros.

En el pasivo, los valores distintos de acciones emitidos por sociedades instrumentales ascendían a 1,8 billones de euros en el tercer trimestre de 2011 (más del 80 % de su pasivo total). Las tenencias de valores de sociedades instrumentales de la zona del euro en poder de las IFM sumaban un total de 953 mm de euros en el mismo período, lo que indica hasta qué punto las IFM han hecho uso de las titulizaciones retenidas durante la crisis financiera<sup>3</sup>.

**Gráfico B Activos y pasivos de las sociedades instrumentales relacionados con el sector de IFM en el tercer trimestre de 2011**

(mm de euros)



Fuente: BCE.

2 También se dispone de los saldos vivos de préstamos titulizados pero no dados de baja por parte de las IFM de la zona del euro. De ellos, el 95 % está en manos de sociedades instrumentales de la zona.

3 Cabe señalar que algunas de las tenencias de valores de sociedades instrumentales pueden corresponder a compras en el mercado secundario y no ser producto de una titulización retenida. En estos casos, la valoración de las tenencias de las IFM puede diferir significativamente, de hecho, del valor nominal del principal.



**CONSECUENCIAS PARA LA PROVISIÓN DE CRÉDITO**

Uno de los factores determinantes del volumen de crédito de las IFM en la economía son las restricciones a que estas se enfrentan, debido a limitaciones de financiación. La interacción entre IFM e intermediarios financieros no monetarios tiende a aliviar esta restricción, facilitando la concesión de crédito dentro de la economía. La titulización es un ejemplo importante a este respecto. Por el lado de la demanda, esta tecnología se vio estimulada por la creciente demanda entre los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y las empresas de seguros, de productos titulizados antes de la crisis financiera. Por el lado de la oferta, la transformación de los préstamos en valores resulta ventajosa para los bancos por diversos motivos. Los activos titulizados son más líquidos y, agrupando la cartera de activos y utilizando una variedad de técnicas de mejora del crédito, pueden lograr una liquidez crediticia mayor que la de los activos originales. Ambas características mejoran la negociabilidad de las carteras de préstamos de las entidades de crédito, lo que les permite liberar capital (vendiendo esos valores) o incrementar su financiación al por mayor (colocando dichos valores en el mercado de *repos*). Hay evidencia de que un mayor acceso a la financiación de mercado se asocia a una expansión del crédito de las IFM en la zona del euro<sup>12</sup>. No obstante, un mayor nivel de dependencia de los bancos respecto a otros intermediarios financieros y la financiación mayorista en general aumenta el impacto de las condiciones de los mercados financieros sobre la capacidad de los bancos para obtener recursos. De hecho, la evidencia sugiere que el impacto de las restricciones por el lado de la oferta, especialmente las relacionadas con las distorsiones del acceso de las entidades de crédito a la financiación mayorista y sus posiciones de liquidez, se ha intensificado desde que se desencadenó la crisis financiera<sup>13</sup>. Como se explica en el recuadro 2, la tecnología de titularizar los préstamos ha venido impulsada de forma casi exclusiva por las adquisiciones de bonos de titulización por parte de la misma IFM originadora con la intención de generar activos de garantía que resulten admisibles en las operaciones de provisión de liquidez del banco central.

**REPERCUSIONES EN LA RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO MONETARIO E INFLACIÓN**

Aunque existe una relación de largo plazo entre el crecimiento monetario y la inflación, no se trata necesariamente de una relación biunívoca. Una de las principales razones es que el dinero no solamente se mantiene para realizar transacciones en los mercados de bienes y servicios, sino también como depósito de valor. No todos los sectores de la economía utilizan estas dos funciones del dinero en la misma medida. Los hogares y las sociedades no financieras se inclinan más por destinar el dinero a consumo o inversión que los intermediarios financieros no monetarios (tanto los otros intermediarios financieros como las empresas de seguros y los fondos de pensiones), que, preferentemente, mantienen efectivo por consideraciones de cartera, para liquidar operaciones financieras, y reservas para posibles amortizaciones anticipadas de pasivos. Una prolongación de la cadena de intermediación financiera supone, normalmente, la presencia de un mayor número de intermediarios financieros en la economía y, por lo tanto, un aumento de las tenencias de efectivo. Como consecuencia, suele producirse un descenso en el porcentaje total del crecimiento monetario motivado por el consumo o por inversiones reales.

Las operaciones monetarias que realizan los intermediarios financieros suelen estar motivadas, en general, por consideraciones de cartera. Estas entidades gestionan sus carteras de forma más activa que los hogares. Como resultado, las tenencias de efectivo de estos intermediarios presentan una elasticidad renta mucho más elevada que las de los hogares y tienden a reaccionar con mucha mayor rapidez y virulencia a los movimientos de los tipos de interés de mercado<sup>14</sup>. Naturalmente, ello debería traducirse en un mayor crecimiento de dichas tenencias en períodos en los que los

12 Véase L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «The bank lending channel: lessons from the crisis», *Economic Policy*, vol. 26, n.º 66, pp. 137-182, 2011.

13 Véase el artículo titulado «La oferta monetaria – comportamiento bancario e implicaciones para el análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2011.

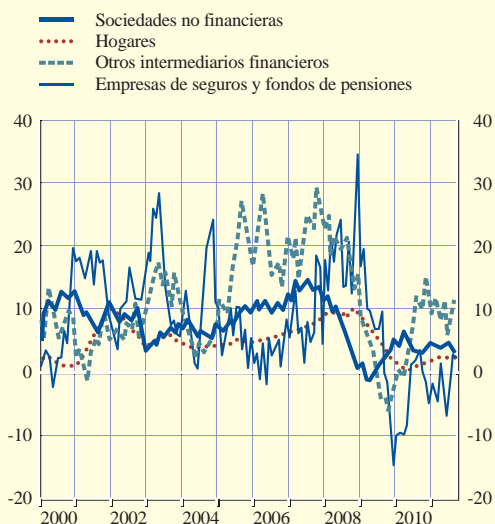
14 L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, pp. 148 y 149.

niveles de beneficios y actividad en los mercados financieros son elevados.

Los gráficos 4 y 5 ilustran estas características. El gráfico 4 muestra que el crecimiento de los depósitos de M3 en poder de empresas de seguros y fondos de pensiones y de otros intermediarios financieros presenta un nivel de volatilidad mucho más alto que el crecimiento de los depósitos de M3 en poder de los hogares y las sociedades no financieras. El gráfico 5 muestra que el componente de baja frecuencia del crecimiento interanual de las tenencias de efectivo de los hogares guarda una relación más estrecha con la evolución de la inflación de precios de consumo que el de los otros intermediarios financieros. Las tenencias de efectivo de estos últimos son, en general, mayores en períodos en los que los mercados financieros presentan una tendencia alcista más pronunciada, como en el que precedió a la crisis financiera o durante la acumulación de la burbuja de los valores tecnológicos. Esta característica se hace evidente al comparar las cotizaciones bursátiles y las tendencias de los depósitos de M3 en poder de los otros intermediarios financieros, como en el gráfico 5. El índice EUROSTOXX 50 y las tenencias de efectivo de estos intermediarios se mueven

**Gráfico 4 Depósitos de M3 en la zona del euro por sectores**

(tasa de variación interanual)



Fuente: BCE.

**Gráfico 5 Tendencias sectoriales de M3, la inflación y los precios de las acciones en la zona del euro**

(tasa de variación interanual; tasas de variación interanual normalizadas)



Fuente: BCE.

Nota: Las series filtradas de M3 de los hogares y de los otros intermediarios financieros representan el componente de baja frecuencia obtenido utilizando un filtro pasa banda asimétrico Christiano-Fitzgerald, considerando que los ciclos de duración superior a siete años representan una evolución tendencial.

de forma bastante acompasada, con un adelanto de los movimientos a más largo plazo de dichas tenencias en el período comprendido entre 1994 y 2011, lo que corrobora la opinión de que las tenencias de efectivo de los otros intermediarios financieros guardan una relación más directa con los precios de los activos que con los precios de consumo.

Así pues, la evolución de las tenencias de dinero de los sectores proporciona información útil para determinar si las variaciones del crecimiento total de M3 reflejan, o no, variaciones en la tasa subyacente de expansión monetaria, y también sobre los canales a través de los cuales opera la relación entre el crecimiento monetario y la inflación de precios de consumo. Ello ayuda a entender mejor los riesgos potenciales para la estabilidad de precios y los posibles tiempos de adelanto del crecimiento monetario respecto a la inflación<sup>15</sup>. En general, el

15 Véase también el recuadro titulado «Saldo monetarios por sectores y contenido informativo del dinero con respecto a la inflación», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, septiembre de 2006.

mayor desarrollo de los mercados financieros puede traducirse en una separación más clara entre el dinero que se mantiene con fines de consumo o de transacciones y el que se mantiene a efectos de cartera o por motivos de riqueza. Aunque actúan a través de canales diferentes, ambos desempeñan el papel que les corresponde para señalar los riesgos para la estabilidad de precios.

### REPERCUSIONES EN LAS VARIABLES DE INFLACIÓN Y MONETARIAS A TRAVÉS DEL IMPACTO EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Si bien es probable que la presencia relativa de intermediarios financieros en la economía haya debilitado el canal más inmediato que relaciona el crecimiento de los agregados monetarios con la inflación de precios de consumo, también es probable que haya reforzado el canal de precios de los activos. La relación empírica entre las variables monetarias y los precios de los activos se ha documentado en varios estudios, que han mostrado que el crecimiento monetario y crediticio puede afectar significativamente a los precios de los activos, especialmente a los precios de la vivienda<sup>16</sup>. En la literatura se tiende a identificar la mayor demanda de activos como consecuencia de las inversiones apalancadas, junto con los aumentos del apetito por el riesgo<sup>17</sup>, como los principales factores que explican los incrementos de los precios de los activos a nivel agregado<sup>18</sup>. Además, se argumenta que este mecanismo se refuerza con una gestión activa del apalancamiento por parte de algunos intermediarios financieros, que contribuye al incremento de los precios estimulando la demanda de activos financieros financiados mediante una asunción de deuda adicional<sup>19</sup>. Como se describe en el gráfico 5, existen correlaciones estrechas entre los precios de los activos y las tenencias de dinero de los otros intermediarios financieros, con un adelanto de estas últimas en el caso de las correlaciones a más largo plazo. Ello sugiere que el mayor tamaño del sector de otros intermediarios financieros observado en los últimos años probablemente ha reforzado el vínculo entre el dinero y los precios de los activos, lo que refleja la creciente importancia del canal de precios de los activos para la economía real y la inflación.

Los cambios en los patrones de intermediación financiera y la innovación financiera también pueden hacer que varíen los precios relativos de los activos junto con el nivel general de precios, así como la evolución del crédito asociada a este. Por ejemplo, en la medida en que los préstamos para adquisición de vivienda se consideren más apropiados para el proceso de titulización, las entidades de crédito pueden tener un incentivo para incrementar su oferta de este tipo de préstamos, lo que propiciaría un aumento generalizado de los precios de los inmuebles. Además, si el riesgo de crédito se elimina de sus balances a través de titulizaciones, dichas entidades pueden relajar sus criterios de aprobación del crédito y sus medidas de seguimiento, lo que posiblemente se traduciría en relaciones préstamo-valor más elevadas, que intensificarían la presión alcista sobre los precios inmobiliarios.

Además, la actividad inversora de las empresas de seguros y los fondos de pensiones tiene el potencial de afectar a los tipos de interés a largo plazo y a la fijación de precios en el mercado secundario, en la medida en que realizan fuertes inversiones en valores de renta fija, tanto pública como privada, a largo plazo. A su vez, esto podría afectar a la curva de rendimientos y, por consiguiente, al crecimiento monetario, ya que los agentes pueden invertir fondos en instrumentos líquidos, dado que los bajos tipos de interés a largo plazo suponen un menor coste de oportunidad a la hora de mantener instrumentos

16 Véanse, por ejemplo, C. Goodhart y B. Hofmann, «House prices, money, credit and the macroeconomy», *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 24, n.º 1, pp. 180-205, Oxford, 2008; y R. Adalid y C. Detken, «Liquidity shocks and asset price boom-bust cycles», *Working Paper Series*, n.º 732, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2007.

17 El mayor apetito por el riesgo se asocia a una búsqueda de rendimiento y a un incremento de los precios de los activos, como se describe en la literatura sobre el «canal de asunción de riesgos». Véanse, por ejemplo, T. Adrian, M. Emmanuel y H. S. Shin, «Macro Risk Premium and Intermediary Balance Sheet Quantities», *IMF Economic Review*, vol. 58, n.º 1, pp. 179-207, septiembre de 2010, y G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydro-Alcalde y J. Saurina, «Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?», *Discussion Paper*, n.º 6514, Centre for Economic Policy Research, 2007.

18 Véanse, por ejemplo, T. Adrian y H. S. Shin, «Liquidity and leverage», *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n.º 3, 2010, pp. 418-437.

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

monetarios. También puede afectar a la demanda de crédito de las sociedades no financieras porque unos tipos de interés de mercado más bajos inducen a las empresas a obtener fondos en los mercados en vez de hacerlo a través de las entidades de crédito. Asimismo, puede afectar a la demanda de crédito de los hogares, ya que los tipos de interés más bajos pueden hacer que aumente la demanda de préstamos para adquisición de vivienda.

La evolución de los precios de los activos puede repercutir, a su vez, en las variables monetarias, los precios de consumo y la estabilidad macroeconómica. También puede afectar a la demanda de dinero como parte de la decisión más amplia de asignación de las carteras<sup>20</sup>, es decir, a través de los efectos de riqueza, con los consiguientes riesgos para la inflación de precios de consumo. Asimismo, puede afectar a la evolución del crédito: por el lado de la oferta, precios más elevados de los activos implican un mayor valor de los posibles activos de garantía de los préstamos; por el lado de la demanda, los aumentos de los precios inmobiliarios tienden a incrementar la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, con el consiguiente aumento de los saldos monetarios totales de la economía asociado a una expansión del crédito de las IFM. Por último, los precios de los activos también pueden tener un impacto en la inversión y el consumo a través de los efectos sobre la confianza. Por ejemplo, una subida de las cotizaciones bursátiles puede ser señal de unas perspectivas positivas de la futura actividad económica y el empleo, que podrían estimular la confianza de los consumidores y el consumo real con las consiguientes presiones inflacionistas. Por el contrario, un descenso de los precios de los activos puede provocar inestabilidad financiera induciendo una acusada caída de la confianza. Si bien un acontecimiento de esta naturaleza plantea en principio riesgos deflacionistas, tiende a inducir una respuesta acomodaticia de las políticas que, en última instancia, se traducirá en un aumento de los saldos monetarios y en las consiguientes presiones inflacionistas más adelante.

## 5 CONCLUSIONES

En los diez últimos años, tanto la magnitud como la complejidad del sistema financiero han aumentado significativamente. No solo ha aumentado el valor del total de activos financieros en relación con el PIB, sino que también se ha incrementado el porcentaje atribuible al sector financiero. También está claro, por la evidencia que se presenta en este artículo, que todos los sectores están interrelacionados en mayor o menor grado, lo que los hace vulnerables a las tensiones que afecten a otros sectores, en particular al sector de IFM, que desempeña un importante papel como núcleo financiero frente a todos los otros sectores de la zona del euro y al resto del mundo. La principal función de los intermediarios financieros es canalizar fondos entre prestamistas y prestatarios en el sector no financiero. Al mismo tiempo, el sector de IFM, incluidos los bancos privados y el banco central, desempeñan una función especial como entidades responsables de captar y crear depósitos con capacidad singular para conceder préstamos y crear dinero al mismo tiempo. Dado que la actividad financiera entre las propias instituciones financieras es cada vez más intensa, existe una tendencia en el sistema financiero a desconectarse de su función original de proveedor de financiación estable y diversificación del riesgo para apoyar la economía real y, en lugar de eso, a amplificar y concentrar riesgos provenientes del propio sector financiero.

El creciente tamaño y complejidad de los sectores financieros y su mayor impacto en las variables económicas y la inflación son recogidos adecuadamente en un análisis monetario que examina los diversos canales de transmisión que el comportamiento de los distintos sectores podría entrañar de cara a los riesgos para la inflación. Concretamente, a medida que aumenta la actividad de los mercados financieros, ello repercute en la evolución de los precios de los activos, lo que, a su vez, puede afectar a la inflación a más largo plazo.

20 Véase L. Papademos y J. Stark (eds.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010, pp.164-180.

# HACIA UN MERCADO EUROPEO DE PAGOS CON TARJETA INTEGRADO

## ARTÍCULOS

Hacia un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado

Durante la pasada década, la integración del mercado europeo de pequeños pagos realizados con instrumentos distintos del efectivo ha sido una importante prioridad para los proveedores de servicios de pago, los reguladores y los bancos centrales. Este proceso de integración se centra principalmente en las transferencias, los adeudos directos y los pagos con tarjeta, que son, sin contar el efectivo, los instrumentos de pago más utilizados habitualmente en Europa. En el ámbito de las tarjetas de pago, en particular, todavía es necesario realizar un esfuerzo considerable para conseguir un mercado europeo integrado. En este artículo se presenta un análisis del mercado y de los principios y las características económicas de los pagos con tarjeta, y se identifican las áreas más problemáticas que deben abordarse para lograr el objetivo final de asegurar que cualquier tarjeta pueda utilizarse en cualquier terminal de la zona del euro. Aunque el artículo se ocupa fundamentalmente de los pagos con tarjeta (y especialmente de los realizados con tarjeta de débito en el punto de venta), termina con una breve reflexión sobre el futuro de estos pagos en un mundo cada vez más «electrónico y móvil».

## I INTRODUCCIÓN

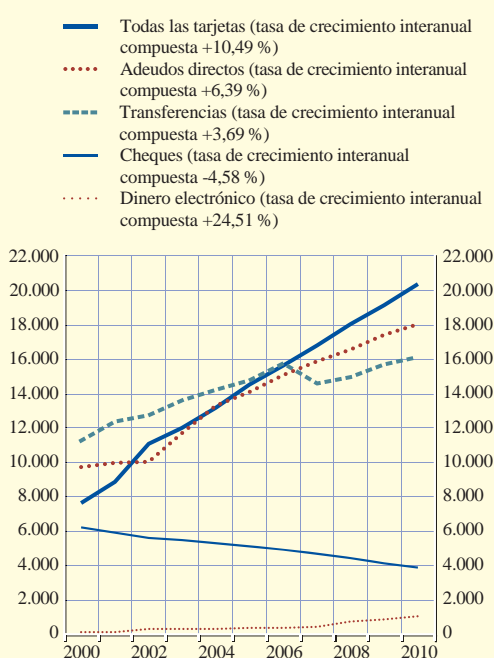
Tras la introducción con éxito del efectivo en euros en 2002, la integración del mercado europeo de pagos al por menor realizados con instrumentos distintos del efectivo se ha considerado el siguiente paso lógico en la integración financiera. Este proyecto se conoce generalmente como Zona Única

de Pagos en Euros (SEPA, en sus siglas en inglés). La SEPA se sustenta en tres pilares principales, que son los instrumentos de pago distintos del efectivo más utilizados habitualmente<sup>1</sup> en Europa, es decir, transferencias, adeudos directos y pagos con tarjeta (véase gráfico 1).

Aunque los progresos realizados hacia el establecimiento de las transferencias y los adeudos directos SEPA<sup>2</sup> son alentadores y se verán reforzados por los plazos límite fijados por los reguladores para migrar de los tradicionales sistemas nacionales a los nuevos formatos europeos<sup>3</sup>, todavía es necesario realizar un esfuerzo considerable para lograr un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado. La complejidad técnica del mercado de pagos con tarjeta, de la que los consumidores no suelen ser conscientes, y el elevado número de participantes involucrados hacen que la creación de la SEPA para las tarjetas sea un verdadero reto. Como consecuencia del predominio de los pagos con tarjeta, que, después del efectivo,

Gráfico 1 Utilización de instrumentos de pago en la zona del euro

(millones de operaciones)



Fuente: Statistical Data Warehouse, BCE.

- 1 Un instrumento de pago es una herramienta o un conjunto de procedimientos que permiten la transferencia de fondos de un ordenante a un beneficiario. Véase el documento «Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems», BCE, 2009, disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/glossaryrelatedtopaymentclearingandsettlementsystems.pdf>.
- 2 Los instrumentos de pago son un conjunto de normas, prácticas y estándares interbancarios necesarios para el funcionamiento de los servicios de pago. Véase el documento «Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems», ibíd.
- 3 Para respaldar la migración a las transferencias y los adeudos directos SEPA, en diciembre de 2011, los Estados miembros de la UE y el Parlamento Europeo fijaron el 1 de febrero de 2014 como fecha límite para la migración de los tradicionales instrumentos de transferencias y adeudos directos a los formatos SEPA.

ocupan el segundo lugar como medio de pago más utilizado en el punto de venta, los reguladores, las autoridades de defensa de la competencia y el Eurosistema están muy interesados en este proceso de integración.

Una clasificación habitualmente utilizada en relación con los pagos con tarjeta se basa en el momento del cargo. En el caso de las tarjetas de prepago, el titular de la tarjeta debe disponer de cierta cantidad de fondos antes de poder usarla (modelo de «pago anticipado»). Las tarjetas de débito permiten a sus titulares efectuar compras y/o retirar efectivo, adeudándose el importe de estas operaciones inmediatamente en sus cuentas (modelo de «pago en el momento»). Por último, las tarjetas de crédito permiten a sus titulares realizar compras y/o retirar efectivo hasta un límite previamente acordado (modelo de «pago aplazado»). El crédito otorgado puede liquidarse en su totalidad al final de un período determinado (fundamentalmente una tarjeta de débito diferido) o de manera parcial, en cuyo caso el saldo constituye una forma de crédito por el que se suelen abonar intereses (una tarjeta de crédito de pago aplazado). Con frecuencia, las marcas de tarjetas de crédito diferencian entre tarjetas básicas y tarjetas más exclusivas (oro, platino, etc.), así como tarjetas de empresa.

En este artículo se describen las características más importantes del proyecto SEPA y el mandato del Eurosistema en el ámbito de los pequeños pagos. El artículo se centra en las diferencias observadas en los distintos países en lo que respecta al uso de tarjetas de pago, presenta a las principales partes involucradas en los pagos con tarjeta, así como de qué forma interactúan, y analiza la importancia económica de estos pagos. Además, se identifican los retos que deben superarse en el camino hacia un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado. Aunque el artículo se ocupa fundamentalmente de los denominados «pagos por proximidad» (esto es, pagos realizados en el punto de venta; por ejemplo, en el comercio de la esquina), la imagen estaría incompleta si no se tuviera en cuenta la creciente importancia de las tecnologías de la información y la comunicación (es decir, Internet y

la tecnología de comunicación por móvil) modernas. En las conclusiones se examinan las perspectivas futuras, con algunos avances que, hasta cierto punto, ya son realidad.

## **2 LA INTEGRACIÓN DEL MERCADO DE PEQUEÑOS PAGOS EN EUROS Y LAS COMPETENCIAS DEL EUROSISTEMA**

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea constituye la base jurídica de las competencias del Eurosistema en el ámbito de los sistemas de pago y liquidación. De conformidad con el Tratado, una de las funciones básicas del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) es «promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago». Esta disposición queda reflejada en el Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo («los Estatutos del SEBC»). El artículo 22 de los Estatutos dispone que «el BCE y los bancos centrales nacionales podrán proporcionar medios, y el BCE dictar reglamentos, destinados a garantizar unos sistemas de compensación y liquidación eficientes y sólidos dentro de la Unión, así como con otros países». Para cumplir su mandato legal y estatutario en el área de pagos, el Eurosistema actúa como operador, se encarga de su vigilancia y realiza labores de impulso y promoción.

Como operador, el Eurosistema proporciona medios para la liquidación de pagos en euros en dinero de banco central y para la entrega transfronteriza de activos de garantía en las operaciones de política monetaria y en las operaciones de crédito intradía del Eurosistema.

En su faceta de vigilancia, el Eurosistema realiza un seguimiento de los sistemas de pago y de los sistemas de compensación y liquidación de valores que operan en euros, evalúa el cumplimiento de los objetivos de seguridad y eficiencia por parte de estos sistemas y, en caso necesario, propone cambios. La función de vigilancia del Eurosistema también se extiende a los instrumentos de pago, incluidas las tarjetas, ya que forman parte integral de los sistemas de pago.

Como promotor, el Eurosistema trata de contribuir a la eficiencia y la seguridad de los mecanismos existentes en el mercado para la realización de pagos, su compensación y liquidación. En el marco de esta función, el Eurosistema promueve el desarrollo de un mercado europeo eficiente e integrado de pequeños pagos para transferencias, adeudos directos y pagos con tarjeta, al que generalmente suele aludirse como la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA)<sup>4</sup>.

La SEPA tiene por objeto crear un mercado único de pequeños pagos en euros superando los obstáculos técnicos, legales y de mercado que subsisten desde el período anterior a la introducción de la moneda única. Esto permitirá que los clientes realicen pagos en euros en toda Europa con la misma facilidad, seguridad y eficiencia que en sus propios países. Cuando la SEPA se haya completado, dejará de haber diferencias entre pagos nacionales y transfronterizos en euros. La SEPA no solo cubre la zona del euro, sino toda la Unión Europea e Islandia, Liechtenstein, Mónaco, Noruega y Suiza, lo que significa que países fuera de la zona del euro serán también comunidades SEPA, adoptando los estándares y las prácticas de la SEPA para sus pagos en euros. Por tanto, la SEPA es una pieza clave en el establecimiento de un mercado único de servicios de pago en Europa.

El Consejo Europeo de Pagos, que es el órgano de coordinación y de adopción de decisiones del sector bancario europeo en el ámbito de pagos, ha desarrollado nuevos instrumentos de pago europeos para las transferencias y los adeudos directos que se describen en sus respectivas normas de funcionamiento. En cuanto a los pagos con tarjeta, el Consejo ha establecido un marco, que es menos vinculante que una norma, con los requisitos que debe satisfacer el sector para cumplir los objetivos de la SEPA.

Un rasgo común de los instrumentos de pago SEPA es la necesidad de separar claramente la gestión de los instrumentos y las infraestructuras que procesan los pagos. Además de crear nuevos instrumentos de pago, la SEPA también tiene por objeto armonizar el manejo del efectivo. En este

contexto se utiliza el término Zona Única de Efectivo en Euros (SECA, en sus siglas en inglés).

Aunque los progresos realizados en las transferencias y los adeudos directos SEPA ofrecen motivos para albergar optimismo, la evolución en el ámbito de los pagos con tarjeta en Europa no ha estado a la altura de las expectativas. Los emisores, los adquirentes, las redes y los procesadores de tarjetas (véase sección 4) tendrán que cumplir el conjunto de principios de alto nivel para pagos con tarjeta elaborados por el Consejo Europeo de Pagos. Estos principios tratan de asegurar que:

- Los titulares de tarjetas puedan pagar con una tarjeta en toda la zona del euro (con la única limitación de la aceptación de la marca por parte de los comerciantes).
- Los comerciantes puedan aceptar todas las tarjetas que cumplan los requisitos de la SEPA a través de un solo terminal.
- Para mayor seguridad, las tarjetas y los terminales se basen en tecnología de chip y PIN<sup>5</sup>, en lugar de en tecnología de banda magnética.
- Los procesadores de pagos con tarjeta puedan competir entre sí y ofrecer sus servicios en toda la zona del euro, lo que hará que el mercado de procesamiento de estos pagos sea más competitivo, fiable y eficiente en términos de costes.

Estos objetivos de alto nivel son acordes, en gran medida, con la política del Eurosistema en el ámbito de los pagos con tarjeta, pero todavía quedan por alcanzar metas importantes antes de que los objetivos se hagan realidad y los clientes puedan beneficiarse de la SEPA también en el área de los pagos con tarjeta.

4 Para información más detallada sobre el proyecto SEPA, véase <http://www.sepa.eu>

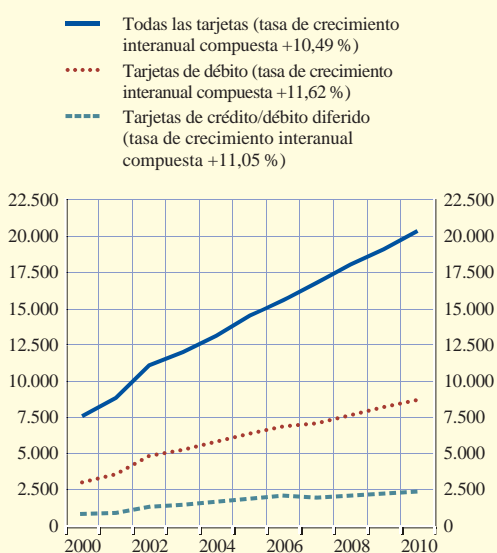
5 El número de identificación personal (PIN) es un código numérico personal y confidencial que el usuario de un instrumento de pago puede tener que utilizar para verificar su identidad. En las operaciones electrónicas se considera equivalente a una firma. Véase el documento «Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems», *op. cit.*

### 3 DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES EN EL USO DE TARJETAS DE PAGO

Las tarjetas son el instrumento de pago distinto del efectivo más utilizado en la Unión Europea y, aunque el efectivo sigue predominando en términos de número de pagos en el punto de venta en Europa, las tarjetas de débito han ido ganando terreno y están adquiriendo una relevancia creciente en las operaciones cotidianas. Según Capgemini<sup>6</sup>, la zona del euro es la segunda mayor área de pagos del mundo en términos de uso de instrumentos distintos del efectivo (con el 21 % del volumen total de pagos en 2009, tras Estados Unidos, con el 40 %). Como se muestra en el gráfico 1, en el período 2000-2010, el instrumento de pago distinto del efectivo con el mayor crecimiento absoluto en la zona del euro fueron las tarjetas de pago, con alrededor de un 10% anual. Con más de 20.000 millones

**Gráfico 2 Comparación de las operaciones con tarjeta de débito y con tarjeta de crédito y débito diferido en la zona del euro**

(millones de operaciones)



Fuente: Statistical Data Warehouse, BCE.

Notas: El gráfico muestra una diferencia positiva entre el número de operaciones con tarjeta y la suma total de todos los subgrupos, detallada por tipo de tarjeta, es decir, tarjetas de crédito/débito diferido y tarjetas de débito. En otras palabras, la «suma de los componentes» no equivale al «total» en todos los casos. El motivo es que aunque todos los países proporcionan datos sobre totales, no todos facilitan datos sobre los subgrupos. La diferencia relativamente acusada se debe fundamentalmente a los datos de Francia, respecto de los que no se proporciona detalle.

de pagos en 2010, las tarjetas se han convertido en el instrumento de pago distinto del efectivo más extensamente empleado en Europa<sup>7</sup>. Concretamente, el número de pagos con tarjeta de débito supera con creces el de pagos con tarjeta de crédito y con tarjeta de débito diferido, como se aprecia en el gráfico 2.

Aunque esta tendencia general se observa en toda la Unión Europea, el punto de partida varía ampliamente de un país a otro, debido a diferencias en las infraestructuras de mercado nacionales, en los hábitos de pagos y en las preferencias de los clientes.

Como se muestra en el gráfico 3, los países de la zona del euro en los que más se usan las tarjetas son Finlandia, Estonia, Países Bajos y Luxemburgo. Por contra, en Grecia e Italia la tarjeta es menos popular, registrando los menores aumentos en el número de operaciones de pago con tarjeta per cápita durante el período considerado. El mayor crecimiento de la utilización de tarjetas se ha producido en Estonia, Eslovaquia, Países Bajos, Luxemburgo y Malta. Se ha de observar que, junto con los Países Bajos y Luxemburgo, los países que han adoptado el euro más recientemente han registrado tasas de crecimiento de la utilización de tarjetas relativamente elevadas.

Desde los años sesenta hasta principios de la década de 1990 se realizaron relativamente pocos estudios sobre el comportamiento de los consumidores en el ámbito de pagos. La mayor parte eran meramente descriptivos y se centraban en el uso de tarjetas de crédito<sup>8</sup>. Desde entonces, el entorno de los instrumentos de pago ha cambiado considerablemente: la utilización de cheques ha descendido sustancialmente y, como consecuencia de la introducción de terminales electrónicos en los puntos de venta y de los avances en el

6 World Payments Report 2011, Capgemini, p. 10.

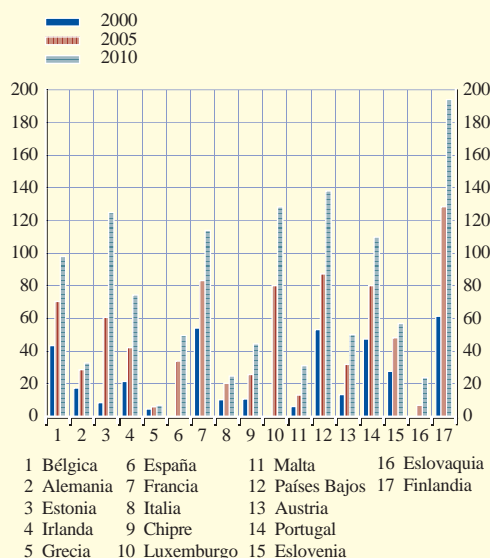
7 En 2010 se realizaron 20.355 mm de operaciones con tarjeta en la zona del euro.

8 Para un análisis de los primeros estudios sobre hábitos en materia de pagos, véase R. A. Feinberg, «Credit Cards as Spending Facilitating Stimuli – A Conditioning Interpretation», *Journal of Consumer Research*, 13, 1986, n.º 3, S. 348-56, disponible en <http://www.jstor.org/stable/2489426>.



**Gráfico 3 Número de operaciones de pago con tarjeta per cápita en la zona del euro**

(número de operaciones per cápita)

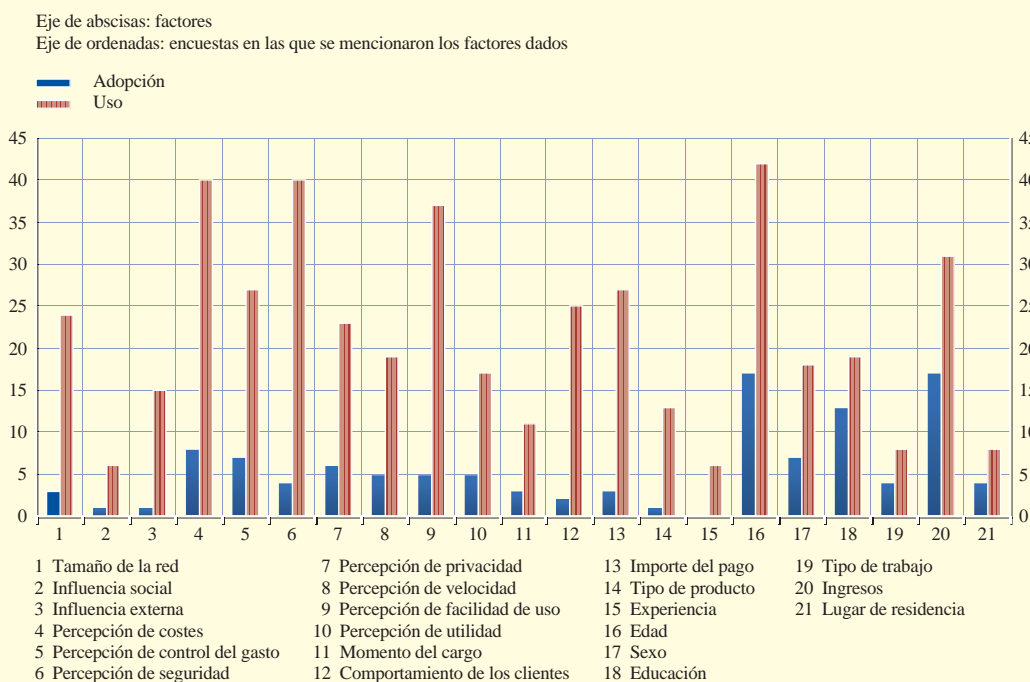


Fuente: Statistical Data Warehouse, BCE.  
 Nota: No se dispone de datos de España, Luxemburgo y Eslovaquia correspondientes al año 2000.

ámbito de las telecomunicaciones, los pagos con tarjeta han pasado a ser mucho más rápidos y seguros.

Esta evolución se vio impulsada, en gran medida, por el éxito de las tarjetas de débito, que suscitó un aumento de los trabajos de investigación en el ámbito de los instrumentos de pago. Desde mediados de la década de 1990 se han llevado a cabo más de 100 estudios empíricos en todo el mundo con el fin de identificar los factores que influyen en la adopción (es decir, en la decisión de adquirir o de utilizar por primera vez un instrumento de pago determinado) y en el uso habitual de diversos instrumentos de pago. Aunque las variables identificadas parecen ser diferentes en función de las circunstancias del pago y de las características sociodemográficas de los participantes en las encuestas, los costes, la seguridad y la percepción de facilidad de uso se mencionan como los factores más importantes.

**Gráfico 4 Metanálisis de 130 estudios empíricos sobre los factores que influyen en la aceptación y el uso de instrumentos de pago**



Fuente: Cálculos del BCE.

#### 4 PARTES IMPLICADAS EN LOS PAGOS CON TARJETA Y TIPOS DE TARJETAS DE PAGO

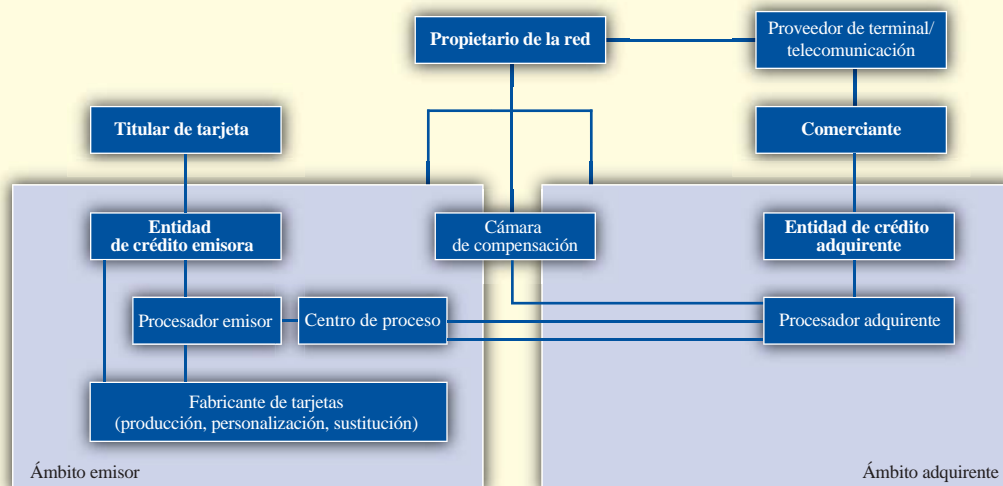
En los pagos con tarjeta en el punto de venta participan diversos agentes económicos. Los más obvios son el titular de la tarjeta (pagador) y el comerciante que acepta un pago con tarjeta (beneficiario). El titular obtiene la tarjeta de la entidad emisora, mientras que el comerciante tiene un contrato con la entidad adquirente. Las entidades emisoras y adquirentes suelen ser entidades de crédito. La institución que desarrolla los mecanismos técnicos y los acuerdos comerciales necesarios para prestar servicio a una o varias marcas de tarjetas y que fija la organización, las normas y los procesos necesarios para que las marcas de tarjetas funcionen se denomina «red de tarjetas». Si la entidad emisora y/o la adquirente no realizan el procesamiento técnico de los pagos con tarjeta en la propia entidad, lo suelen efectuar entidades de procesamiento especializadas, que con frecuencia son propiedad de las redes de tarjetas. Un procesador que actúe por cuenta del emisor abre y gestiona la cuenta del titular, registra las operaciones con tarjeta en esta cuenta, autoriza las operaciones en nombre de la entidad emisora y proporciona extractos al titular. En algunos casos, también se encarga de la compensación y la liquidación de

los pagos con tarjeta, gestiona un centro de atención telefónica a clientes (para tarjetas perdidas o robadas) y/o las solicitudes de reembolso de los titulares de tarjetas. Un procesador que actúe en nombre de la entidad adquirente abre y gestiona la cuenta del comerciante, envía solicitudes de autorización a un centro de proceso<sup>9</sup> (o directamente al emisor o a su procesador), registra las operaciones en la cuenta del comerciante, cobra las comisiones y proporciona extractos al comerciante y, en algunos casos, también proporciona centros de autorización por voz<sup>10</sup>. Por último, para la compensación y liquidación de fondos entre la entidad emisora y la adquirente, con frecuencia se utilizan los servicios de una cámara de compensación. Las cámaras de compensación son entidades (o mecanismos de procesamiento) a través

9 Para evitar la necesidad de establecer (costosos) acuerdos y procedimientos entre entidades emisoras y adquirentes, las redes de tarjetas de débito se apoyan con frecuencia en un punto central de direccionamiento o «plataforma» para el intercambio de pagos, que con frecuencia es una entidad jurídica separada propiedad de bancos comerciales. Véase W. Bolt y A. F. Tieman, «Pricing Debit Card Payment Services: An IO approach», De Nederlandsche Bank, Research Memorandum n.º 735, 2003, disponible en [http://www.dnb.nl/binaries/wo0735\\_tcm46-146022.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/wo0735_tcm46-146022.pdf).

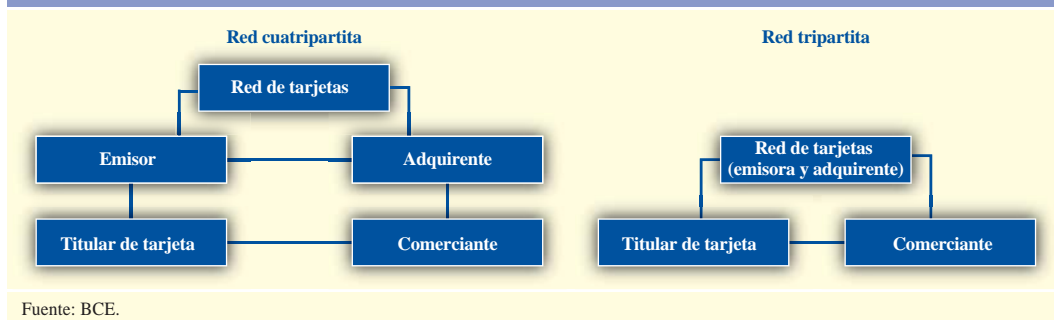
10 Véase el «Informe sobre la investigación en el sector de la banca minorista», un documento de trabajo de la Comisión Europea que acompaña a la comunicación de la Comisión sobre la investigación de conformidad con el artículo 17 del Reglamento (CE) n.º 1/2003 sobre el sector de la banca minorista, 2007, COM(2007) 33, informe final.

Gráfico 5 Funciones en el proceso habitual de pago con tarjeta



Fuente: BCE.

Gráfico 6 Modelos de negocio para la prestación de servicios de pago con tarjeta



de las que los participantes acuerdan intercambiar instrucciones de transferencia de fondos, valores u otros instrumentos<sup>11</sup>.

En el gráfico 5 se muestra un esquema de estas entidades, así como sus funciones e interacciones. Una misma entidad puede desempeñar varias funciones en el proceso de pago con tarjeta (por ejemplo, el propietario de una red puede ofrecer también servicios de procesamiento en el ámbito emisor y adquirente, o un emisor de tarjetas también puede ser asimismo una entidad de crédito adquirente).

El gráfico muestra un esquema de una red de tarjetas basada en el denominado modelo cuatripartito (la «red de tarjetas cuatripartita»), que es el que utilizan la mayor parte de las redes de tarjetas en Europa. En este tipo de red, el emisor tiene una relación contractual con el titular de la tarjeta y el adquirente la tiene con el comerciante. Esta es la diferencia fundamental con las redes de tarjetas basadas en el llamado modelo tripartito (la «red de tarjetas tripartita»), en el que la red actúa como emisora y adquirente y tiene una relación contractual directa con el titular y con el comerciante; una variante es el modelo tripartito que también permite que otros proveedores de servicios de pago obtengan una licencia de emisión y/o adquisición (denominadas «redes de tarjetas tripartitas con licenciarios»). En el gráfico 6 se comparan las estructuras básicas de una red cuatripartita y de una red tripartita.

Entre las redes tripartitas que operan en la UE figuran American Express y Diners Club, mientras que las redes cuatripartitas incluyen Visa Europe,

MasterCard y la gran mayoría de las redes nacionales. Se ha de observar que las redes tripartitas son fundamentalmente redes de tarjetas de crédito, mientras que las redes cuatripartitas lo son de tarjetas de débito y de crédito. Los mayores Estados miembros todavía cuentan con al menos una red nacional de tarjetas que solo permite realizar pagos nacionales<sup>12</sup>. La mayor parte de las entidades de crédito son miembros de una red internacional de tarjetas, como mínimo, y ofrecen tarjetas que incluyen tanto la red nacional como una internacional con una marca de una red nacional y otra de una red internacional, principalmente MasterCard o Visa Europe (esta práctica se denomina «marca compartida» o «distintivo compartido»). La mayoría de las redes nacionales de tarjetas en Europa tienen una estructura de gobierno en la que los miembros son también los «accionistas» de la red, esto es, una estructura dirigida por los usuarios, como es también el caso de Visa Europe. En algunos casos, no todos los miembros de una red de tarjetas son también accionistas, sino solo las entidades más grandes. Dos de los ejemplos más destacados de redes de tarjetas cotizadas son MasterCard Inc. y Visa Inc., que cotizan en la Bolsa de Nueva York.

En la UE (especialmente en los Estados miembros más pequeños) parece haber surgido una tendencia a que las redes internacionales sustituyan a las nacionales y funcionen como redes cuasi «nacionales»<sup>13</sup>.

11 Véase el «Glossary of terms related to payment, clearing and settlement systems», op. cit.

12 Este es el caso, por ejemplo, de Bélgica, Dinamarca, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia y Portugal.

13 Por ejemplo, en Estonia, Letonia, Lituania, Países Bajos, Austria, Finlandia y Reino Unido.

Aunque, en cifras absolutas, la mayoría de los pagos con tarjeta todavía se procesan a través de redes nacionales, las tasas de crecimiento de las redes internacionales son más elevadas<sup>14</sup>. Actualmente existen cuatro iniciativas<sup>15</sup> que están intentando crear nuevas redes de tarjetas que ofrecerían sus servicios a nivel paneuropeo en competencia con las redes internacionales establecidas de MasterCard y Visa Europe, observándose iniciativas similares en otras áreas económicas importantes, como Rusia, India y Australia.

## 5 IMPORTANCIA ECONÓMICA DE LOS PAGOS CON TARJETA

El mercado de pagos con tarjeta se caracteriza por tener una estructura de dos lados. Otros ejemplos de esta estructura que se mencionan con frecuencia en la literatura son los periódicos y las revistas (que tienen que atraer a los lectores y a los anunciantes), las plataformas de subasta en línea (vendedores y compradores) y discotecas (con público masculino y femenino). Estos mercados suelen tener una o varias plataformas (una o varias redes de tarjetas) que hacen posible la interacción entre los usuarios finales (titulares de tarjetas y comerciantes) e intentan «atraer» a ambas partes fijando unas tarifas adecuadas para cada una<sup>16</sup>. Los mercados se consideran de dos lados si la oferta y la demanda de un lado de ese mercado están determinadas por la oferta y la demanda del otro lado. Por consiguiente, la fijación de precios en estos mercados ha de tener en cuenta los dos lados del mercado. Por ejemplo, si el precio establecido para los pagos con tarjeta es atractivo para los comerciantes pero no para los titulares de tarjetas, estos últimos se mostrarán reticentes a aceptar y/o a utilizar regularmente una tarjeta.

En una red de tarjetas tripartita, las funciones de emisor y adquirente son desempeñadas por una única entidad (esto es, la propia red), que puede determinar la comisión que se aplica al comerciante y al titular de la tarjeta, ya que tiene una relación contractual directa con ellos. Sin embargo, en las redes de tarjetas cuatripartitas, la fijación de precios puede ser más compleja. Por ello,

las redes cuatripartitas suelen aplicar la denominada tasa de intercambio, que la entidad del titular de la tarjeta recibe de la entidad de crédito del comerciante cada vez que se efectúa un pago con tarjeta<sup>17</sup>. Normalmente, esta tasa es multilateral, es decir, no se acuerda bilateralmente entre la entidad emisora y la adquirente. Aparte de las tasas de intercambio, en una red cuatripartita se aplican hasta cuatro comisiones más. En primer lugar, el adquirente puede aplicar una comisión al comerciante y, de este modo, recuperar la tasa de intercambio abonada al emisor y cobrar por los servicios que ofrece al comerciante. En segundo lugar, otras fuentes de ingresos para las entidades emisoras pueden incluir las comisiones que cobran al titular de la tarjeta; por ejemplo, una comisión por emisión de la tarjeta, comisiones periódicas por tarjeta, comisiones por operación y comisiones por los extractos de cuenta y por la información sobre facturación. Tanto en el caso de las tarjetas de crédito como en el de las de débito, las comisiones periódicas son el principal componente de los ingresos procedentes de los titulares de tarjetas<sup>18</sup>. En tercer lugar, las redes de tarjetas pueden cobrar comisiones a las entidades emisoras y, en cuarto, pueden cobrar comisiones a las entidades adquirentes. Estas comisiones se cobran por pertenecer a la red y generalmente se basan en el número de tarjetas emitidas y/o el número de operaciones efectuadas por el lado adquirente.

La evidencia empírica disponible para Europa indica que las entidades de crédito que proporcionan servicios de pequeños pagos observan una mejora en sus resultados. El mayor uso de instrumentos electrónicos para efectuar pequeños pagos parece

14 Véase «SEPA Cards: success factors for sustainable card schemes in Europe», Steinbeis University, Berlín, mayo de 2011, disponible en [http://steinbeis-research.com/pdf/2011\\_SEPA\\_Cards\\_RFS\\_Steinbeis.pdf](http://steinbeis-research.com/pdf/2011_SEPA_Cards_RFS_Steinbeis.pdf).

15 Estas iniciativas incluyen EAPS (Euro Alliance of Payment Schemes), Monnet, PayFair y EUFISERV.

16 Para más información sobre la teoría de los mercados de dos lados, véase D. S. Evans, «Essays on the Economics of Two-Sided Markets», *Economics, Antitrust and Strategy*, 2010, disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1714254](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1714254).

17 Para un análisis exhaustivo de las tasas de intercambio, véase A. Börestam y H. Schmiedel, «Interchange fees in card payments», *Occasional Paper Series*, n.º 131, BCE, septiembre de 2011.

18 Véase el documento titulado «Informe sobre la investigación en el sector de la banca minorista», Comisión Europea, 2007, op. cit.

estimular el negocio bancario<sup>19</sup>. En la investigación sobre el sector bancario minorista llevada a cabo por la Comisión Europea en 2007 se llegó a la conclusión de que las tarjetas de pago, y especialmente las de crédito, son un negocio muy rentable para el sector de servicios financieros. Según las estimaciones de la Comisión, basadas en cifras correspondientes a 2004, la ratio media ponderada coste/beneficio fue del 65 % para las entidades emisoras de tarjetas de crédito a escala de toda la UE y el 47 % para las emisoras de tarjetas de débito. No obstante, un componente de los ingresos, en particular, ha sido objeto de un acalorado debate y ha dado lugar a investigaciones por parte de los reguladores y de las autoridades de defensa de la competencia, concretamente la tasa multilateral de intercambio. Aunque determinar si esta tasa limita la competencia obviamente corresponde a las autoridades de defensa de la competencia, varios bancos centrales han estudiado también esta cuestión en la medida en que afecta al buen funcionamiento de los sistemas de pago<sup>20</sup>.

Por ejemplo, Bolt y Schmiedel (2011) llegan a la conclusión de que la mayor competencia entre redes de tarjetas reduce las comisiones aplicadas a los comerciantes y aumenta su aceptación del pago con tarjetas. Además, desde una perspectiva europea, es probable que los consumidores y los comerciantes se beneficien de la creación de la SEPA cuando exista un grado suficiente de competencia en el mercado de pagos con tarjeta que contrarreste posibles tendencias monopolísticas<sup>21</sup>. Además, la concesión y el acceso al crédito al consumo en las redes de pago también influyen en la competencia, en la aceptación de las tarjetas y en las comisiones que se cobran por estas<sup>22</sup>.

En resoluciones recientes de las autoridades de defensa de la competencia se ha considerado que, en general, las tasas multilaterales de intercambio en los pagos con tarjeta son decisiones de asociaciones gremiales, o acuerdos entre empresas, que restringen la competencia. Debido a su naturaleza multilateral, limitan la posibilidad de negociaciones bilaterales entre emisores y adquirentes y, por tanto, impiden la libre competencia en términos de precios entre las entidades de crédito adquirentes

inflando artificialmente la base a partir de la cual estas entidades fijan las comisiones que aplican a los comerciantes. Por consiguiente, una tasa multilateral de intercambio supone un mínimo en la tarifa que debe pagar el comerciante, lo que impide negociar un precio por debajo de dicho mínimo; esto puede inflar considerablemente los costes de utilización de las tarjetas de pago en los comercios en perjuicio de los comerciantes y de sus clientes<sup>23</sup>.

Aunque las autoridades de defensa de la competencia no niegan que, en teoría, estos acuerdos también podrían reportar beneficios y, por tanto, ser compatibles con la legislación sobre competencia, en la mayoría de los casos, las redes de tarjetas y/o las instituciones financieras no han logrado aportar pruebas de tales beneficios. Dado que no se dispone de análisis y evidencias concluyentes que justifiquen la aplicación de tasas multilaterales de intercambio y los niveles fijados por las redes de tarjetas, las citadas autoridades solo han podido proporcionar orientaciones limitadas en decisiones recientes. No obstante, la introducción de la metodología de la «indiferencia del comerciante» por parte de la Comisión Europea podría contribuir a ofrecer orientación adicional en relación con este tema. Esta metodología trata de que la tasa multilateral de intercambio se fije en un nivel al que a los comerciantes les resulte indiferente si un pago se realiza con tarjeta o en efectivo. Se espera, asimismo, que se den más orientaciones en la sentencia del Tribunal General Europeo en un asunto en el que MasterCard ha recurrido la demanda de la Comisión Europea por incumplimiento de la legislación sobre competencia por parte de MasterCard<sup>24</sup>,

19 Véase I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, «Return to Retail Banking and Payments», *Journal of Financial Services Research*, 2011.

20 Para un análisis exhaustivo de este tema, véase A. Börestam y H. Schmiedel, «Interchange fees in card payments», op. cit.

21 Véase W. Bolt y H. Schmiedel, «Pricing of Payment Cards, Competition and Efficiency: A Possible Guide for SEPA», *Annals of Finance*, 2011, pp. 1-21.

22 Véase W. Bolt, E. Foote y H. Schmiedel, «Consumer credit and payment cards», *Working Paper Series*, n.º 1387, BCE, octubre de 2011.

23 Véase «Antitrust: Commission prohibits MasterCard's intra-EEA Multilateral Interchange Fees – frequently asked questions», Comisión Europea, Memo/07/590, disponible en <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/07/590&format=PDF&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.

24 En particular, el artículo 81 del Tratado y el artículo 553 del Acuerdo sobre el EEE.

al haber fijado, en efecto, un precio mínimo (la tasa de intercambio por defecto dentro del Espacio Económico Europeo —EEE—) que los comerciantes deben pagar a su entidad adquirente por aceptar tarjetas en dicho espacio<sup>25</sup>.

Otros países, como, por ejemplo, Australia y, recientemente, Estados Unidos, han fijado un máximo en las tasas multilaterales de intercambio. En general, y como se indica en el Séptimo Informe de Situación de la SEPA<sup>26</sup>, la posición del Eurosistema sobre las tasas de intercambio es neutral. Esta es una cuestión que entra dentro del ámbito de competencias de la Comisión Europea. No obstante, el Eurosistema considera que para que el proyecto SEPA tenga éxito es fundamental que en toda la zona del euro se puedan emitir, adquirir y utilizar tarjetas para efectuar pagos en euros sin ninguna diferenciación geográfica. La transparencia y la claridad en lo que respecta a los costes y los beneficios de los diferentes instrumentos de pago son indispensables para conseguir un mercado europeo de pequeños pagos moderno e integrado. Las tasas multilaterales de intercambio (si se aplican) deberían fijarse en un nivel razonable y no impedir el uso de instrumentos de pago eficaces. Un aumento acusado de los costes para los titulares de tarjetas podría inducir a los consumidores a utilizar medios de pago menos eficaces, obstaculizando el éxito del proyecto SEPA y los objetivos que pretende conseguir. Por tanto, con arreglo a las normas sobre competencia, las tasas de intercambio (si se aplican) no deberían afectar a la eficiencia económica general del mercado de pagos europeo.

## 6 DESAFÍOS

Frecuentemente se menciona la falta de claridad en los niveles aceptables de las tasas multilaterales de intercambio como un obstáculo en los preparativos de los diferentes agentes en relación con la SEPA para las tarjetas, por cuanto supone incertidumbre de cara a sus decisiones de inversión. Aunque importante, este solo es uno de los desafíos que deben superarse para avanzar hacia un mercado europeo integrado y competitivo de

pagos con tarjeta. En las áreas de procesamiento de tarjetas, estandarización y certificación, seguridad y prácticas de negocio, en particular, es necesario que las partes interesadas realicen esfuerzos adicionales.

En la sección 4 se han descrito las diferentes funciones de las partes que participan en el proceso típico de pagos con tarjeta teniendo en cuenta el hecho de que algunas partes desempeñan varias funciones. Concretamente, las redes de tarjetas también participan con frecuencia en la operativa del mercado de tarjetas de pago y actúan como entidades de procesamiento. Para facilitar la competencia y la eficiencia, el principio de separación de la gestión de las redes de tarjetas y las entidades dedicadas al procesamiento de operaciones con tarjetas trata de garantizar el libre acceso, al ofrecer a emisores y adquirentes diversas opciones para el procesamiento de pagos con tarjeta.

Otras áreas importantes son la estandarización y la certificación. Es imprescindible disponer de estándares comunes para asegurar que, desde un punto de vista técnico, cualquier tarjeta pueda utilizarse en cualquier terminal de Europa. Un proceso de certificación armonizado para las tarjetas y los terminales que sea generalmente aceptado en toda la UE reduciría las barreras de acceso al mercado para fabricantes y procesadores.

Del mismo modo, es fundamental disponer de prácticas de negocio claras para que el mercado de tarjetas funcione correctamente. En 2010, el Gobierno canadiense publicó un código de conducta para el sector de tarjetas de crédito y de débito de Canadá que promueve unas prácticas de negocio adecuadas y vela por que los comerciantes y los consumidores comprendan los costes y los beneficios asociados a las tarjetas de crédito y de débito. Recientemente se han observado iniciativas regulatorias similares en Estados

25 Véase la decisión de la Comisión Europea de 19 de diciembre de 2007 (asuntos n.º Comp/34.579 MasterCard, Comp/36.518 EuroCommerce y Comp/38.580 Commercial Cards), disponible en [http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=1\\_34579](http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=1_34579).

26 Véase el documento «Zona Única de Pagos en Euros - Séptimo Informe: De la teoría a la práctica», BCE, octubre de 2010.

Unidos y esfuerzos considerables en este ámbito en Australia y Sudáfrica. En Europa no parece que en estos momentos se esté planeando una intervención pública de amplio alcance, aunque la Comisión Europea está realizando un estrecho seguimiento de la situación. Como el mercado europeo de tarjetas de pago descansa en gran medida en la autorregulación del sector, el Consejo Europeo de Pagos, y cada red de tarjetas, deben desempeñar un destacado papel en el establecimiento de prácticas de negocio adecuadas, que son necesarias para que la SEPA para las tarjetas funcione correctamente. Ejemplos de estas prácticas de negocio incluyen una mayor transparencia en relación con las comisiones, asegurar que las redes de tarjetas no prohíban compartir marca con otras redes, la eliminación de las restricciones geográficas a la concesión de licencias, a la emisión y a la adquisición, y la posibilidad de que pagadores y beneficiarios acuerden libremente durante el proceso de pago el instrumento que mejor se adapte a sus necesidades.

## 7 CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Las tarjetas se han convertido en el instrumento de pago distinto del efectivo más utilizado en la Unión Europea, y las tarjetas de débito, en particular, están sustituyendo de manera creciente al efectivo en los puntos de venta. Aunque los billetes y las monedas en euros se introdujeron con éxito en 2002, el complemento lógico, es decir, una SEPA para pagos electrónicos, todavía no se ha completado. Tanto en el caso de los pagos en efectivo como en el de aquellos en los que no se usa efectivo, es fundamental que los ciudadanos confíen en la seguridad del instrumento de pago utilizado. Mientras que para los billetes y las monedas en euros<sup>27</sup> se dispone de datos exhaustivos sobre falsificaciones, no es este el caso del fraude relacionado con pagos electrónicos (incluidos pagos con tarjeta) en la UE. Para incrementar la seguridad y reducir las pérdidas causadas por fraude, todas las partes afectadas deben cooperar, asumir responsabilidades y comprometerse a adoptar medidas efectivas para combatirlo. En cuanto a las tarjetas, el sector de pagos europeo ya

ha dado un importante paso para mejorar la seguridad con la decisión de migrar de la tecnología de banda magnética a la tecnología de chip y PIN. Aunque esta migración está próxima a completarse, el hecho de que en la banda magnética sigan figurando datos confidenciales de los clientes hace que incluso las tarjetas con chip sean vulnerables al robo de datos para la clonación de tarjetas (*skimming*)<sup>28</sup> y, por consiguiente, impide alcanzar todos los beneficios posibles en términos de reducción del fraude.

En opinión de las autoridades públicas, la creación de servicios de pago seguros a escala europea exige que haya igualdad de condiciones en materia de seguridad, motivo por el que el SEBC ha creado un foro europeo sobre seguridad de los pequeños pagos (SecuRe Pay Forum), una iniciativa de cooperación voluntaria entre autoridades que tiene por objeto facilitar el intercambio de conocimientos y promover un entendimiento común, en particular entre las autoridades responsables de la vigilancia de los servicios de pago y los supervisores de los proveedores de estos servicios, en lo que respecta a los temas relacionados con la seguridad de los pequeños pagos. El foro se ocupa de cuestiones relativas a los servicios electrónicos de pequeños pagos y a los instrumentos de pago al por menor (excluidos cheques y efectivo) proporcionados en el EEE o por proveedores ubicados en países pertenecientes al EEE. Su trabajo se centra en toda la cadena de procesamiento y trata de abordar áreas en las que se hayan detectado deficiencias y vulnerabilidades importantes y, en caso necesario, formula recomendaciones. Naturalmente, debido a su preponderancia, los pagos con tarjeta son uno de los principales temas de los que se ocupa el SecuRe Pay Forum.

27 Véanse los documentos «Euro coin counterfeiting in 2010», Comisión Europea, 2011, disponible en <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/11/47>, y «Biannual information on euro banknote counterfeiting», BCE, 2011, disponible en <http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr110718.en.html>.

28 El *skimming* puede definirse como la copia no autorizada de datos de tarjetas (por ejemplo, de los que contiene la banda magnética) a través de un terminal manipulado o falso o con un dispositivo lector manual. Los datos copiados de la banda magnética pueden utilizarse para crear una tarjeta falsa o en operaciones con la tarjeta realizadas a distancia.

Si bien este artículo se ocupa de los pagos con tarjeta en el punto de venta, las tarjetas son asimismo uno de los principales instrumentos de pago en el creciente segmento del comercio electrónico. Según Eurostat<sup>29</sup>, en promedio, el 69 % de los ciudadanos de la UE 27 son usuarios de Internet y el 53 % utiliza Internet casi todos los días. Pese a la reciente crisis económica, y aunque las ventas en los establecimientos comerciales dejaron de crecer o incluso disminuyeron, el comercio minorista en línea siguió registrando un acusado crecimiento de las ventas. En el Reino Unido, las cifras definitivas para 2009 indican que el comercio electrónico se incrementó más de un 14 %, en términos interanuales, y los datos preliminares de Alemania y Francia señalan unos niveles de crecimiento similares o más elevados<sup>30</sup>. No obstante, la mayor parte del comercio electrónico todavía se limita a operaciones nacionales. Actualmente, solo el 8 % de los compradores en línea de la UE compran a comercios de otro país. Según un estudio de la Comisión Europea<sup>31</sup>, el 60 % de los intentos de realizar pagos con tarjeta de crédito en compras transfronterizas a través de Internet no se efectúan por el rechazo de los comerciantes en Internet a aceptar tarjetas de crédito no nacionales. Además, entre las personas que estaban dispuestas a comprar a través de Internet, el principal motivo para no hacerlo era su preocupación acerca de la seguridad de los pagos en línea. Uno de los factores es que las tarjetas de pago no han sido diseñadas para responder a las necesidades específicas de las transacciones en línea y con frecuencia no pueden utilizarse para compras transfronterizas. El reto radica en adaptar los pagos con tarjeta para convertirlos en un medio de pago en línea más seguro, por ejemplo mediante el desarrollo de protocolos para la seguridad de los pagos, sin que su facilidad de uso resulte negativamente afectada.

Durante cincuenta años, los pagos con tarjeta se han asociado exclusivamente a las tarjetas de plástico, pero, actualmente, la tecnología ofrece nuevas formas de efectuar estos pagos, ya sean pagos de proximidad (esto es, en el punto de venta) o pagos remotos (especialmente en el ámbito del comercio electrónico). Por otra parte, la tarjeta de

plástico ha pasado a ser una «tarjeta inteligente» que lleva incorporado un chip. Estos chips realmente son pequeños ordenadores que proporcionan nuevas maneras de efectuar pagos (por ejemplo, pagos sin contacto con la ayuda de tecnología de comunicación de proximidad) y ofrecen otros servicios (como los programas de fidelización de los comercios). Cuando se disponga de una red de terminales de puntos de venta sin contacto en toda Europa, el teléfono móvil podría sustituir a la tarjeta de plástico. La constatación de que es más probable que las personas se olviden de la cartera que del móvil, junto con la versatilidad tecnológica del dispositivo, ha hecho que se plantee la idea de desarrollar mecanismos de pago basados en el teléfono móvil. No obstante, la implantación de servicios de pago por móvil en Europa todavía se encuentra en una fase inicial y su éxito depende de que se cumplan una amplia variedad de requisitos. No obstante, si la tecnología sin contacto se introduce de forma satisfactoria, en el futuro los dispositivos utilizados para realizar pagos con tarjeta podrían abarcar desde una tarjeta inteligente hasta un teléfono móvil o incluso un reloj de pulsera. Los proveedores de servicios de pago innovadores ya están considerando esta posibilidad mediante el desarrollo de plataformas de pago integradas que ofrecen una extensa gama de canales de acceso a los clientes pero procesos de soporte estandarizados. Estos enfoques integrados pueden beneficiarse considerablemente de los trabajos de estandarización e integración realizados en el marco del proyecto SEPA. Los diferentes canales de acceso pueden integrarse en sofisticadas «soluciones de bolsillo» para los clientes, generando valor adicional para los consumidores y los comercios y sentando las bases para el crecimiento futuro de los pagos con tarjeta.

29 Véase «Internet Usage in 2010 – Households and Individuals», número 50/2010, Eurostat, 2010, disponible en [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_OFFPUB/KS-QA-10-050/EN/KS-QA-10-050-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-QA-10-050/EN/KS-QA-10-050-EN.PDF).

30 Véase «Consumer 2020: From Digital Agenda to Digital Action», informe de la Comisión Europea, 23 de mayo de 2010, disponible en [http://ec.europa.eu/information\\_society/newsroom/cf/document.cfm?action=display&doc\\_id=750](http://ec.europa.eu/information_society/newsroom/cf/document.cfm?action=display&doc_id=750).

31 Véase «Mystery Shopping Evaluation of Cross-Border E-Commerce in the EU – Final Report», Comisión Europea, disponible en [http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/EC\\_e-commerce\\_Final\\_Report\\_201009\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/consumers/strategy/docs/EC_e-commerce_Final_Report_201009_en.pdf).



## ARTÍCULOS

Hacia un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado

Los pagos con tarjeta, uno de los principales pilares de la SEPA, van a la zaga de las transferencias y de los adeudos directos en el camino hacia un mercado europeo integrado. Ciertamente, la complejidad del mercado de pagos con tarjeta, con numerosas partes involucradas, así como su importancia económica, han contribuido a que se avance

con lentitud. No obstante, si los principales retos relacionados con el procesamiento, la estandarización y las prácticas de negocio se superan con éxito, se podrá conseguir un mercado europeo de pagos con tarjeta integrado en beneficio de los clientes y de la economía en su conjunto y sentar las bases para otras innovaciones en este ámbito.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

## 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	<b>S6</b>
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	<b>S7</b>
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	<b>S8</b>
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	<b>S9</b>

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	<b>S10</b>
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	<b>S11</b>
2.3	Estadísticas monetarias	<b>S12</b>
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	<b>S14</b>
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	<b>S17</b>
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	<b>S20</b>
2.7	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	<b>S21</b>
2.8	Balance agregado de los fondos de inversiones de la zona del euro	<b>S22</b>
2.9	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	<b>S23</b>
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	<b>S24</b>
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro	<b>S25</b>

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	<b>S26</b>
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	<b>S30</b>
3.3	Hogares	<b>S32</b>
3.4	Sociedades no financieras	<b>S33</b>
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	<b>S34</b>

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	<b>S35</b>
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	<b>S36</b>
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	<b>S38</b>
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	<b>S40</b>
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	<b>S42</b>
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	<b>S44</b>
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	<b>S45</b>
4.8	Índices bursátiles	<b>S46</b>

## 5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	<b>S47</b>
5.2	Producto y demanda	<b>S50</b>
5.3	Mercado de trabajo	<b>S54</b>

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto: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.

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

---

#### **Símbolos utilizados en los cuadros**

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(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 <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,1	0,81	3,36
2011	.	.	.	.	.	.	1,39	2,65
2011 I	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,1	1,10	3,66
II	1,7	2,4	2,1	-	2,6	1,5	1,42	3,41
III	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,6	1,56	2,48
IV	.	.	.	-	.	.	1,50	2,65
2011 Jul	1,0	2,2	2,1	2,3	2,4	1,0	1,60	3,06
Ago	1,7	2,4	2,8	2,6	2,5	0,1	1,55	2,76
Sep	2,0	2,5	2,9	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
Oct	1,7	1,9	2,6	2,5	2,7	0,8	1,58	2,79
Nov	2,1	2,1	2,0	.	1,7	-0,7	1,48	3,07
Dic	.	.	.	.	.	.	1,43	2,65

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo <sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	1,6	2,9	1,6	1,9	7,4	76,9	-0,5	10,1
2011	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 I	2,5	6,5	2,5	2,4	6,6	80,9	0,2	10,0
II	2,8	6,3	3,3	1,6	4,2	81,2	0,4	10,0
III	2,7	5,9	2,7	1,3	4,0	80,3	0,3	10,1
2011 Jul	2,5	6,1	-	-	4,3	80,8	-	10,1
Ago	2,5	5,8	-	-	6,0	-	-	10,1
Sep	3,0	5,8	-	-	2,2	-	-	10,2
Oct	3,0	5,5	-	-	1,0	79,7	-	10,3
Nov	3,0	5,3	-	-	.	-	-	10,3
Dic	2,8	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

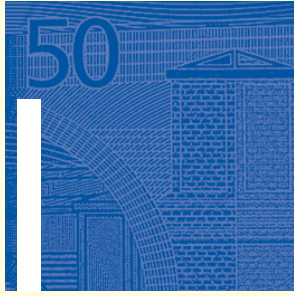
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	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 <sup>6)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,4	104,6	103,0	1,3257
2011	.	.	.	.	.	.	104,4	102,2	1,3920
2011 I	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,6	103,7	101,5	1,3680
II	-20,1	-2,7	127,1	580,9	-14,5	119,7	106,4	104,2	1,4391
III	-7,4	1,7	24,2	646,7	.	.	104,6	102,1	1,4127
IV	.	.	.	.	.	.	103,1	100,9	1,3482
2011 Jul	-1,6	3,3	-20,5	621,6	.	.	105,2	102,6	1,4264
Ago	-5,0	-4,5	31,7	656,4	.	.	104,9	102,3	1,4343
Sep	-0,8	2,8	13,0	646,7	.	.	103,8	101,4	1,3770
Oct	3,2	1,4	-32,1	651,6	.	.	104,0	101,7	1,3706
Nov	.	.	.	683,4	.	.	103,5	101,4	1,3556
Dic	.	.	.	.	.	.	101,7	99,6	1,3179

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

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

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



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

### 1. Activo

	16 diciembre 2011	23 diciembre 2011	30 diciembre 2011	6 enero 2012
<b>Oro y derechos en oro</b>	419.821	419.822	423.458	423.455
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	235.679	236.826	244.621	246.002
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	73.042	95.355	98.226	95.647
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	30.452	25.982	25.355	24.565
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	665.008	879.130	863.568	835.978
Operaciones principales de financiación	291.629	169.024	144.755	130.622
Operaciones de financiación a plazo más largo	368.609	703.894	703.894	703.894
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	4.549	6.131	14.823	1.391
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	221	81	97	71
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	89.555	94.989	78.652	66.838
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	610.164	610.629	618.637	618.969
Valores mantenidos con fines de política monetaria	272.509	273.041	273.854	274.829
Otros valores	337.655	337.588	344.783	344.140
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	33.928	33.928	33.926	33.926
<b>Otros activos</b>	336.156	336.574	349.184	342.491
<b>Total activo</b>	<b>2.493.806</b>	<b>2.733.235</b>	<b>2.735.628</b>	<b>2.687.871</b>

### 2. Pasivo

	16 diciembre 2011	23 diciembre 2011	30 diciembre 2011	6 enero 2012
<b>Billetes en circulación</b>	882.593	890.938	888.676	883.745
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	719.903	888.231	849.477	832.377
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	298.112	265.041	223.539	156.466
Facilidad de depósito	214.108	411.813	413.882	463.565
Depósitos a plazo	207.500	211.000	211.000	211.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	183	377	1.056	845
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	3.175	3.380	2.423	1.066
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	55.271	77.530	79.603	90.723
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	92.835	132.178	156.873	124.355
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	4.153	5.058	4.566	5.648
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	8.563	8.630	9.027	8.364
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	54.486	54.486	55.942	55.942
<b>Otros pasivos</b>	208.069	208.047	213.521	210.118
<b>Cuentas de revalorización</b>	383.276	383.276	394.031	394.031
<b>Capital y reservas</b>	81.481	81.481	81.489	81.503
<b>Total pasivo</b>	<b>2.493.806</b>	<b>2.733.235</b>	<b>2.735.628</b>	<b>2.687.871</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja		Variación			
	Nivel	Variación	Nivel		Nivel	Nivel	Variación
1	2	3	4	5	6	7	
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25

Fuente: BCE.

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

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo <sup>3)</sup>

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 <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Operaciones principales de financiación</b>								
2011 5 Oct	198.881	166	198.881	1,50	-	-	-	7
12	204.939	166	204.939	1,50	-	-	-	7
19	201.182	164	201.182	1,50	-	-	-	7
26	197.438	152	197.438	1,50	-	-	-	6
1 Nov	182.773	143	182.773	1,50	-	-	-	8
9	194.765	150	194.765	1,25	-	-	-	7
16	230.265	161	230.265	1,25	-	-	-	7
23	247.175	178	247.175	1,25	-	-	-	7
30	265.456	192	265.456	1,25	-	-	-	7
7 Dic	252.100	197	252.100	1,25	-	-	-	7
14	291.629	197	291.629	1,00	-	-	-	7
21	169.024	146	169.024	1,00	-	-	-	7
28	144.755	171	144.755	1,00	-	-	-	7
2012 4 Ene	130.622	138	130.622	1,00	-	-	-	7
11	110.923	131	110.923	1,00	-	-	-	7
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo</b>								
2011 11 Ago <sup>5)</sup>	49.752	114	49.752	.	-	-	-	203
1 Sep	49.356	128	49.356	1,50	-	-	-	91
14	54.222	37	54.222	1,50	-	-	-	28
29 <sup>5)</sup>	140.628	214	140.628	1,35	-	-	-	84
12 Oct	59.062	39	59.062	1,50	-	-	-	28
27 <sup>5)</sup>	56.934	181	56.934	.	-	-	-	371
27 <sup>5)</sup>	44.564	91	44.564	.	-	-	-	91
9 Nov	55.547	47	55.547	1,25	-	-	-	35
1 Dic <sup>5)</sup>	38.620	108	38.620	.	-	-	-	91
14	41.150	42	41.150	1,00	-	-	-	35
22 <sup>5)</sup>	29.741	72	29.741	.	-	-	-	98
22 <sup>5)6)</sup>	489.191	523	489.191	.	-	-	-	1.134

#### 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 fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja		Tipo marginal <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 19 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	263.579	108	165.000	-	-	1,50	0,91	0,89	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	231.364	87	169.500	-	-	1,50	0,87	0,85	6
1 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	197.917	71	173.500	-	-	1,50	0,87	0,83	8
8	Captación de depósitos a plazo fijo	284.108	165	284.043	-	-	1,50	1,30	1,27	1
9	Captación de depósitos a plazo fijo	214.817	99	183.000	-	-	1,25	0,69	0,64	7
16	Captación de depósitos a plazo fijo	260.476	100	187.000	-	-	1,25	0,65	0,61	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	233.094	88	194.500	-	-	1,25	0,63	0,60	7
30	Captación de depósitos a plazo fijo	194.199	85	194.199	-	-	1,25	1,25	0,62	7
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	246.344	113	207.000	-	-	1,25	1,00	0,65	7
13	Captación de depósitos a plazo fijo	260.883	137	258.029	-	-	1,25	1,05	1,03	1
14	Captación de depósitos a plazo fijo	241.403	110	207.500	-	-	1,00	0,80	0,49	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	257.035	106	211.000	-	-	1,00	0,75	0,53	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	263.336	95	211.000	-	-	1,00	0,89	0,56	7
2012 4 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	336.926	134	211.500	-	-	1,00	0,44	0,36	7
11	Captación de depósitos a plazo fijo	376.720	131	213.000	-	-	1,00	0,34	0,32	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En 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.
- Al cabo de un año las entidades de contrapartida tendrán la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en esta operación, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.



**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: <sup>1)</sup>	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 Jun	19.039,4	9.730,8	643,5	2.777,9	1.491,7	4.395,4	
Jul	19.046,3	9.695,1	635,0	2.777,7	1.502,7	4.435,8	
Ago	19.095,3	9.688,3	645,8	2.782,6	1.557,4	4.421,3	
Sep	19.247,9	9.761,9	650,5	2.808,3	1.576,5	4.450,7	
Oct	19.126,2	9.718,9	657,4	2.788,5	1.562,7	4.398,7	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2011 9 Ago	208,8	211,5	2,7	0,0	1,50
13 Sep	207,0	209,5	2,5	0,0	1,50
11 Oct	206,1	208,7	2,6	0,0	1,50
8 Nov	206,2	208,9	2,8	0,0	1,50
13 Dic	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 17 Ene	207,0	.	.	.	.

**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 <sup>2)</sup>	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2011 12 Jul	533,6	146,0	311,6	0,2	134,2	29,5	76,9	846,2	73,4	-111,2	210,9	1.086,6
9 Ago	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1.122,4
13 Sep	540,3	135,1	389,8	0,3	178,0	121,8	109,8	853,2	52,3	-103,0	209,5	1.184,5
11 Oct	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1.232,2
8 Nov	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1.274,8
13 Dic	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	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 <sup>3)</sup>	
		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
<b>Eurosistema</b>														
2009	2.829,9	1.489,8	19,5	0,7	1.469,7	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	306,7
2010	3.212,4	1.551,0	18,6	0,9	1.531,5	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,1	8,5	376,3
2011 II	3.132,7	1.434,0	17,8	1,0	1.415,2	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	387,3
III	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
2011 Ago	3.551,1	1.713,6	17,8	1,0	1.694,8	628,8	514,8	10,4	103,5	-	18,2	776,9	8,7	404,9
Sep	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
Oct	4.013,1	2.122,5	18,0	1,0	2.103,6	667,3	551,8	10,8	104,7	-	18,6	757,7	8,7	438,3
Nov <sup>4)</sup>	4.329,7	2.383,6	18,0	1,0	2.364,7	691,8	576,5	10,9	104,3	-	18,4	784,5	8,8	442,6
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2009	31.144,2	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	32.199,5	17.763,1	1.221,8	11.026,1	5.515,2	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,0
2011 II	31.740,4	17.879,0	1.152,7	11.223,9	5.502,4	4.690,3	1.457,7	1.472,2	1.760,3	61,6	1.251,5	4.295,5	228,9	3.333,6
III	33.661,5	18.446,2	1.145,8	11.296,6	6.003,8	4.674,1	1.416,1	1.458,3	1.799,7	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,7
2011 Ago	32.816,4	18.152,3	1.145,0	11.237,9	5.769,5	4.674,7	1.430,0	1.469,2	1.775,5	62,2	1.234,4	4.338,5	229,7	4.124,5
Sep	33.661,5	18.446,2	1.145,8	11.296,6	6.003,8	4.674,1	1.416,1	1.458,3	1.799,7	58,4	1.229,9	4.420,8	230,3	4.601,7
Oct	33.346,6	18.438,6	1.145,4	11.267,0	6.026,1	4.714,8	1.393,6	1.518,3	1.802,9	55,9	1.226,5	4.277,6	230,8	4.402,5
Nov <sup>4)</sup>	33.403,8	18.538,1	1.144,4	11.256,3	6.137,4	4.711,8	1.382,5	1.524,7	1.804,7	56,3	1.227,9	4.281,9	231,2	4.356,6

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>4)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>5)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>3)</sup>
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2009	2.829,9	829,3	1.196,1	103,6	22,1	1.070,5	-	0,1	319,8	140,2	344,4
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011 II	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
III	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
2011 Ago	3.551,1	874,5	1.616,6	69,5	8,7	1.538,4	-	0,0	493,7	176,4	389,9
Sep	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
Oct	4.013,1	889,2	2.068,0	66,4	10,6	1.991,0	-	0,0	477,1	177,5	401,3
Nov <sup>4)</sup>	4.329,7	892,7	2.367,8	60,9	12,0	2.294,9	-	0,0	489,4	178,2	401,8
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2009	31.144,2	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,4
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,5	4.220,4	3.978,5
2011 II	31.740,4	-	16.614,3	266,4	10.655,6	5.692,3	607,5	4.903,1	2.156,0	3.973,3	3.486,1
III	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,5	4.033,4	4.785,0
2011 Ago	32.816,4	-	16.818,8	187,1	10.711,5	5.920,2	622,7	4.908,7	2.198,8	3.988,7	4.278,7
Sep	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,6	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,5	4.033,4	4.785,0
Oct	33.346,6	-	17.073,5	195,5	10.763,5	6.114,5	594,0	4.920,7	2.203,2	3.953,3	4.602,0
Nov <sup>4)</sup>	33.403,8	-	17.117,6	204,3	10.725,2	6.188,1	606,8	4.941,4	2.203,6	3.976,4	4.558,0

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.
- 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».
- 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».

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>**

(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 <sup>2)</sup>
		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
<b>Saldos vivos</b>											
2009	23.848,2	11.805,7	1.021,1	10.784,6	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,6	4.809,2	229,1	2.835,6
2010	25.812,0	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,2	1.988,0	1.538,2	799,9	5.007,5	232,0	3.979,1
2011 II	25.483,2	12.395,4	1.170,5	11.224,9	3.408,7	1.926,6	1.482,1	788,8	4.983,9	237,5	3.669,0
III	27.052,7	12.461,3	1.163,8	11.297,5	3.429,6	1.960,4	1.469,1	752,4	5.188,2	239,0	4.982,1
2011 Ago	26.423,5	12.401,5	1.162,7	11.238,8	3.424,5	1.944,8	1.479,7	765,3	5.115,5	238,4	4.478,4
Sep	27.052,7	12.461,3	1.163,8	11.297,5	3.429,6	1.960,4	1.469,1	752,4	5.188,2	239,0	4.982,1
Oct	26.721,4	12.431,4	1.163,4	11.268,0	3.474,5	1.945,4	1.529,1	751,6	5.035,3	239,5	4.789,1
Nov <sup>(p)</sup>	26.722,2	12.419,6	1.162,4	11.257,3	3.494,6	1.959,0	1.535,6	753,6	5.066,4	239,9	4.748,0
<b>Operaciones</b>											
2009	-633,9	16,1	29,4	-13,3	364,5	269,5	95,0	12,3	-464,3	7,8	-571,1
2010	600,2	413,0	206,3	206,7	142,5	144,8	-2,3	5,7	-109,0	2,4	145,5
2011 II	175,8	67,1	-37,2	104,3	29,1	50,5	-21,5	-3,1	36,4	1,9	44,4
III	1.379,5	46,7	-6,9	53,6	30,2	37,1	-6,9	-23,2	19,6	1,6	1.304,6
2011 Ago	559,7	-12,2	-14,0	1,7	28,0	31,8	-3,8	-8,8	69,7	0,1	482,9
Sep	553,0	52,0	3,0	49,1	12,1	21,1	-8,9	-12,0	-12,4	0,6	512,5
Oct	-249,5	0,5	-0,3	0,8	38,3	-2,7	41,1	-3,9	-91,7	0,5	-193,2
Nov <sup>(p)</sup>	-85,0	-20,3	-1,2	-19,2	42,2	37,3	4,9	4,7	-70,6	0,4	-41,5

**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 <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>2)</sup>	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
<b>Saldos vivos</b>										
2009	23.848,2	769,9	249,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.358,8	-33,7
2010	25.812,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,6	4.374,2	4.350,2	46,3
2011 II	25.483,2	819,7	339,0	10.666,8	545,9	3.026,6	2.086,1	4.130,8	3.857,5	10,9
III	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.048,3	2.183,8	4.222,8	5.182,3	-16,5
2011 Ago	26.423,5	823,4	256,6	10.720,2	560,4	3.029,7	2.205,1	4.165,1	4.668,6	-5,6
Sep	27.052,7	831,2	261,5	10.790,2	549,0	3.048,3	2.183,8	4.222,8	5.182,3	-16,5
Oct	26.721,4	837,5	261,9	10.774,1	538,1	3.013,1	2.186,8	4.130,8	5.003,3	-24,2
Nov <sup>(p)</sup>	26.722,2	841,4	265,1	10.737,3	550,5	3.032,4	2.200,4	4.154,6	4.959,7	-19,2
<b>Operaciones</b>										
2009	-633,9	45,8	-4,2	286,0	-12,5	-55,9	131,1	-589,3	-490,0	55,3
2010	600,2	38,6	11,8	331,6	-98,2	41,2	101,7	-25,4	164,1	34,7
2011 II	175,8	21,3	42,6	121,9	-21,9	34,4	29,1	-20,7	0,7	-31,7
III	1.379,5	11,5	-77,5	104,8	6,3	-16,6	49,6	-10,9	1.349,7	-37,2
2011 Ago	559,7	-4,7	-60,4	62,3	21,9	-5,6	10,0	43,5	488,5	4,2
Sep	553,0	7,7	4,9	58,0	-11,1	-10,5	2,2	-34,4	551,4	-15,3
Oct	-249,5	6,3	0,5	-7,5	-10,9	-15,9	1,7	-38,4	-179,8	-5,5
Nov <sup>(p)</sup>	-85,0	3,9	3,2	-46,9	12,6	-9,2	17,0	-42,5	-22,0	-1,1

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 <sup>1)</sup>

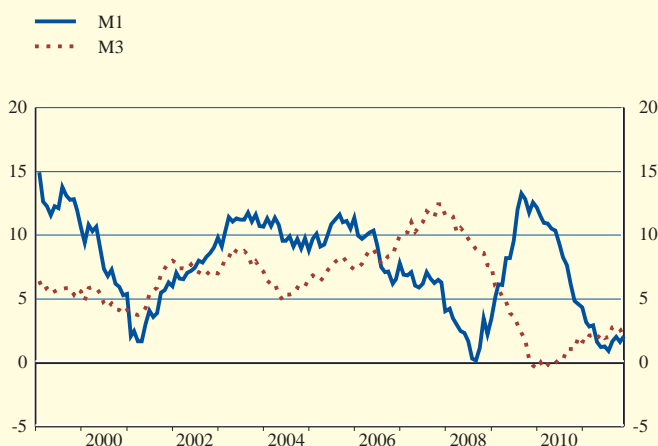
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios <sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2009	4.495,7	3.701,6	8.197,3	1.134,1	9.331,4	-	6.762,9	2.909,6	13.117,5	10.804,4	-	552,2
2010	4.698,5	3.696,2	8.394,8	1.125,2	9.520,0	-	7.313,7	3.270,4	13.379,4	11.047,8	-	615,1
2011 II	4.718,7	3.780,6	8.499,3	1.165,0	9.664,3	-	7.544,5	3.061,4	13.461,5	11.191,4	-	853,7
III	4.783,0	3.821,7	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,1	3.121,0	13.505,1	11.268,1	-	959,3
2011 Ago	4.782,0	3.801,0	8.582,9	1.223,2	9.806,1	-	7.685,7	3.112,7	13.506,3	11.247,0	-	949,9
Sep	4.783,0	3.821,7	8.604,7	1.230,5	9.835,3	-	7.709,1	3.121,0	13.505,1	11.268,1	-	959,3
Oct	4.769,5	3.809,9	8.579,3	1.200,1	9.779,4	-	7.711,9	3.106,2	13.555,4	11.261,8	-	893,1
Nov <sup>4)</sup>	4.788,9	3.801,0	8.590,0	1.184,9	9.774,9	-	7.723,9	3.125,8	13.528,0	11.254,0	-	903,2
Operaciones												
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,1	-39,5	-	410,9	306,9	93,2	-11,6	34,3	124,6
2010	194,7	-12,8	181,9	-25,5	156,4	-	254,5	355,2	209,7	207,7	264,6	-83,6
2011 II	8,5	33,5	41,9	12,4	54,3	-	73,5	-25,8	13,8	50,8	57,9	47,2
III	56,8	35,8	92,6	71,7	164,3	-	69,2	62,6	44,0	57,6	69,4	23,8
2011 Ago	50,5	10,9	61,4	55,7	117,0	-	26,5	36,3	29,3	35,6	37,7	17,3
Sep	-5,4	16,7	11,3	9,5	20,7	-	14,5	15,6	-8,3	11,5	9,9	16,3
Oct	-10,5	-7,6	-18,1	-29,4	-47,5	-	21,1	-2,4	58,4	24,0	53,0	-58,7
Nov <sup>4)</sup>	14,8	-12,4	2,4	-15,7	-13,2	-	-14,4	43,3	-34,7	-16,2	-13,0	-25,3
Tasas de crecimiento												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,8	-0,4	-0,2	6,5	11,8	0,7	-0,1	0,3	124,6
2010	4,3	-0,4	2,2	-2,3	1,7	1,8	3,7	12,1	1,6	1,9	2,4	-83,6
2011 II	1,3	3,7	2,3	-1,0	2,0	2,1	4,4	4,7	2,1	2,5	2,8	140,0
III	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
2011 Ago	1,7	3,3	2,4	5,5	2,8	2,6	4,3	5,4	1,6	2,5	2,7	181,3
Sep	2,0	3,1	2,5	5,8	2,9	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	193,7
Oct	1,7	2,3	1,9	7,8	2,6	2,5	4,2	-0,5	2,1	2,7	3,0	223,9
Nov <sup>4)</sup>	2,1	2,1	2,1	1,1	2,0	.	3,3	0,2	1,0	1,7	1,9	187,6

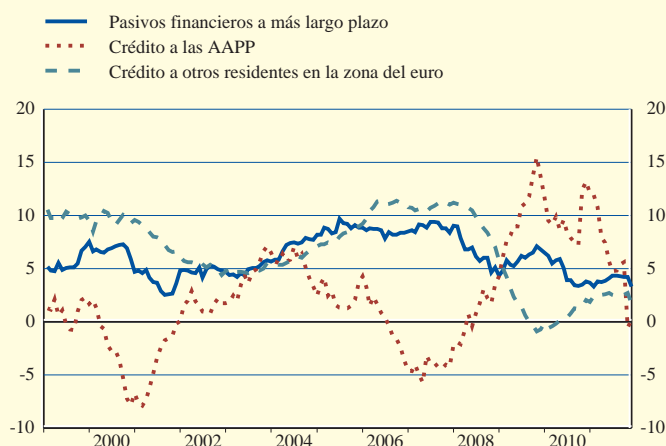
### G1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### G2 Contrapartidas <sup>1)</sup>

(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. Las tasas de crecimiento interanual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

2) 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.

3) 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.

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

### 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

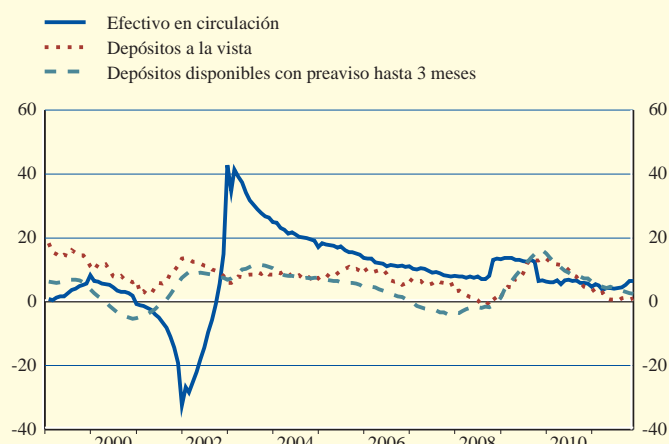
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

#### 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
<b>Saldos vivos</b>											
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	3.904,9	1.781,3	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,8
2011 II	815,4	3.903,3	1.842,4	1.938,2	441,2	548,3	175,5	2.845,4	119,7	2.493,8	2.085,6
III	832,3	3.950,7	1.862,7	1.959,0	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
2011 Ago	825,4	3.956,6	1.847,1	1.953,9	499,8	549,7	173,8	2.849,0	119,9	2.509,8	2.207,1
Sep	832,3	3.950,7	1.862,7	1.959,0	508,8	552,6	169,1	2.878,6	119,4	2.529,6	2.181,6
Oct	843,3	3.926,2	1.846,3	1.963,5	486,8	543,1	170,2	2.840,6	118,6	2.568,5	2.184,2
Nov <sup>(p)</sup>	847,3	3.941,6	1.829,2	1.971,9	464,3	549,2	171,5	2.866,7	115,6	2.550,4	2.191,2
<b>Operaciones</b>											
2009	44,3	444,4	-605,3	237,2	-12,6	-13,1	-134,4	78,7	9,0	194,0	129,1
2010	36,0	158,7	-125,7	112,9	95,3	-101,2	-19,6	62,1	-14,1	108,3	98,2
2011 II	12,7	-4,3	19,5	14,0	31,5	-19,7	0,7	31,0	0,0	16,7	25,7
III	16,9	39,9	15,1	20,7	74,6	7,3	-10,2	-1,3	-0,4	23,0	47,8
2011 Ago	9,1	41,3	1,5	9,4	44,3	15,0	-3,6	2,4	-0,1	9,6	14,7
Sep	6,9	-12,3	11,7	5,0	11,2	3,2	-5,0	0,9	-0,5	16,1	-2,0
Oct	11,0	-21,4	-12,7	5,1	-21,7	-9,4	1,7	-19,4	-0,7	39,9	1,3
Nov <sup>(p)</sup>	4,0	10,8	-20,0	7,6	-22,8	6,3	0,9	-2,0	-2,1	-20,7	10,4
<b>Tasas de crecimiento</b>											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,3	3,1	7,3	9,7	7,9
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-14,4	2,3	-10,7	4,7	5,3
2011 II	4,1	0,7	3,2	4,3	13,9	-12,7	9,9	4,6	-6,3	4,5	4,5
III	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
2011 Ago	4,5	1,1	3,0	3,5	31,2	-10,5	5,8	4,4	-3,9	2,8	6,6
Sep	5,3	1,4	3,2	3,0	31,1	-9,5	2,8	3,6	-2,4	3,1	6,8
Oct	6,5	0,7	1,9	2,7	34,8	-8,9	8,5	2,5	-1,1	4,5	6,6
Nov <sup>(p)</sup>	6,5	1,2	1,6	2,6	12,4	-8,9	13,0	2,1	-2,0	2,8	6,0

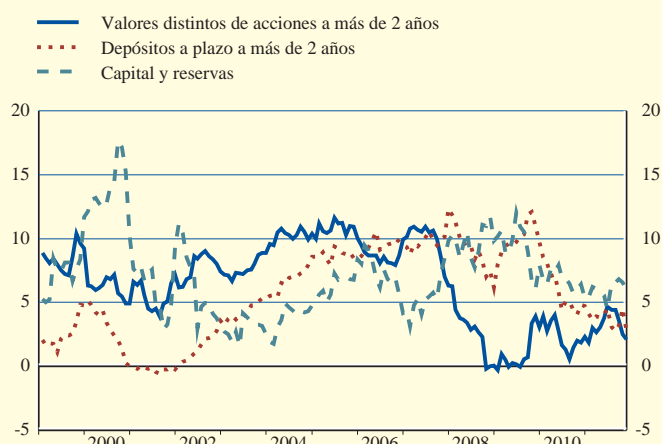
#### G3 Componentes de los agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



#### G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

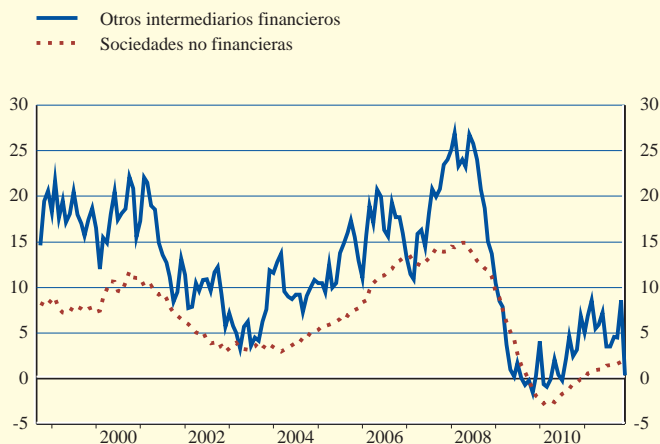
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros	Sociedades no financieras					Hogares <sup>3)</sup>					
			Total	Total	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Saldos vivos</b>													
2009	89,0	1.072,3	4.690,9	-	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	-	631,3	3.546,6	774,3	
2010	95,0	1.126,4	4.667,2	-	1.127,3	899,0	2.640,9	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7	
2011 II	88,8	1.114,3	4.729,2	-	1.175,8	867,3	2.686,1	5.259,1	-	629,4	3.796,5	833,2	
III	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,4	-	627,6	3.806,2	835,6	
2011 Ago	99,1	1.148,9	4.735,2	-	1.168,5	867,8	2.699,0	5.263,7	-	629,8	3.798,2	835,7	
Sep	97,0	1.140,7	4.761,0	-	1.178,0	870,3	2.712,6	5.269,4	-	627,6	3.806,2	835,6	
Oct	93,7	1.176,6	4.760,6	-	1.180,7	868,0	2.711,9	5.230,9	-	626,7	3.768,6	835,6	
Nov <sup>(p)</sup>	93,2	1.162,9	4.757,7	-	1.176,9	865,6	2.715,2	5.240,1	-	626,0	3.777,9	836,2	
<b>Operaciones</b>													
2009	-13,6	43,6	-106,7	-107,9	-181,1	-18,9	93,4	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7	
2010	7,0	55,7	-2,1	45,7	-37,5	-26,2	61,6	147,1	155,7	-7,6	133,7	21,0	
2011 II	1,0	-7,9	27,0	29,7	30,9	-17,1	13,2	30,6	34,4	-7,1	29,1	8,6	
III	8,1	19,2	24,2	25,0	-0,7	1,4	23,4	6,1	17,6	-3,1	7,8	1,5	
2011 Ago	8,1	10,1	9,7	9,9	1,6	1,2	7,0	7,7	9,7	1,0	5,8	1,0	
Sep	-2,1	-11,7	18,5	18,5	6,9	2,2	9,5	6,8	5,6	-0,7	7,6	-0,1	
Oct	-3,2	38,0	7,0	8,6	4,6	-0,3	2,7	-17,7	9,7	-0,9	-17,7	0,9	
Nov <sup>(p)</sup>	-0,6	-16,9	-7,2	-6,7	-5,5	-2,9	1,2	8,4	11,5	-0,5	8,2	0,7	
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2009	-13,2	4,4	-2,2	-	-13,1	-2,0	3,8	1,3	-	-0,2	1,5	1,9	
2010	8,0	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7	
2011 II	5,7	3,4	1,4	2,3	4,2	-3,7	2,0	3,3	3,0	-1,8	4,4	2,5	
III	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3	
2011 Ago	9,8	4,3	1,5	2,1	4,0	-3,5	2,1	2,9	2,7	-2,0	3,9	2,3	
Sep	9,8	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3	
Oct	5,7	8,5	1,8	2,2	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2	
Nov <sup>(p)</sup>	1,4	0,4	1,6	1,8	3,8	-3,1	2,2	2,1	2,3	-2,2	3,0	1,6	

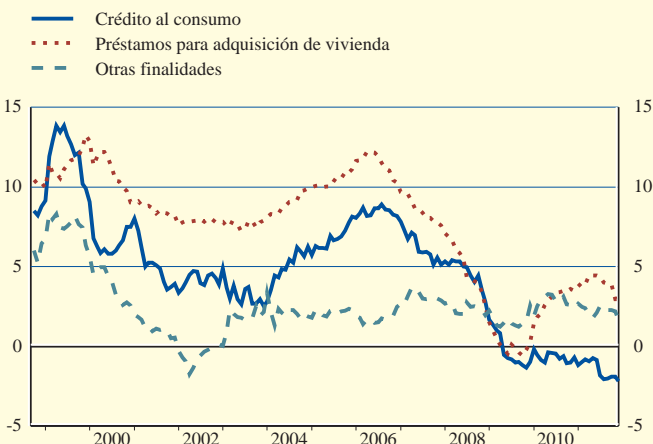
### G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



### G6 Préstamos a hogares <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

**2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>**

(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	
													Adquisiciones a entidades de contrapartida central
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.667,2	1.120,6	898,6	2.648,0
2011 II	91,1	71,2	5,6	14,2	1.129,3	153,1	601,4	203,6	324,3	4.737,3	1.185,1	868,6	2.683,7
III	98,3	78,8	5,2	14,2	1.168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4.754,9	1.176,5	870,6	2.707,7
2011 Sep	98,3	78,8	5,2	14,2	1.168,0	178,1	631,3	207,4	329,3	4.754,9	1.176,5	870,6	2.707,7
Oct	95,3	76,1	5,3	13,8	1.187,1	212,2	648,4	206,4	332,3	4.750,8	1.174,3	868,3	2.708,2
Nov <sup>(p)</sup>	93,6	74,5	5,4	13,8	1.161,7	186,8	612,9	214,8	334,0	4.759,0	1.178,7	865,1	2.715,2
<b>Operaciones</b>													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,5	-	17,9	7,1	29,5	-2,3	-37,7	-26,2	61,5
2011 II	4,2	4,6	-0,1	-0,3	16,2	15,6	14,9	-5,0	6,2	36,1	39,3	-15,9	12,7
III	7,1	7,5	-0,4	0,0	31,5	25,1	26,7	1,5	3,3	10,0	-11,4	0,4	21,0
2011 Sep	-1,5	-1,3	-0,1	0,0	11,9	3,3	10,9	0,4	0,7	26,2	17,4	3,4	5,4
Oct	-3,0	-2,7	0,1	-0,4	21,2	34,1	18,8	-0,4	2,8	3,3	-0,2	-0,4	3,8
Nov <sup>(p)</sup>	-1,7	-1,7	0,0	-0,1	-28,6	-25,4	-37,3	8,0	0,8	3,8	2,6	-3,6	4,8
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2010	8,5	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	0,0	-3,2	-2,8	2,4
2011 II	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,5	21,2	2,6	-3,3	10,1	1,4	4,2	-3,7	2,0
III	9,9	15,2	-6,6	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
2011 Sep	9,9	15,2	-6,6	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
Oct	5,7	11,1	-4,8	-14,2	8,6	58,5	14,3	-4,4	7,0	1,8	4,6	-3,2	2,4
Nov <sup>(p)</sup>	1,2	4,6	-6,8	-11,4	0,4	8,9	-1,6	-1,4	5,6	1,6	3,8	-3,1	2,2

**3. Préstamos a hogares <sup>3)</sup>**

	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
<b>Saldos vivos</b>														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 II	5.266,2	633,0	141,9	185,3	305,7	3.794,7	14,6	55,2	3.724,9	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
III	5.275,3	629,7	138,6	186,3	304,8	3.810,3	14,5	56,7	3.739,1	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
2011 Sep	5.275,3	629,7	138,6	186,3	304,8	3.810,3	14,5	56,7	3.739,1	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
Oct	5.233,9	629,2	138,8	185,1	305,2	3.771,5	14,4	56,5	3.700,5	833,3	408,2	145,8	87,4	600,0
Nov <sup>(p)</sup>	5.242,0	627,2	137,7	184,8	304,7	3.775,3	14,3	56,8	3.704,1	839,5	410,0	150,5	87,3	601,7
<b>Operaciones</b>														
2010	147,4	-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 II	47,7	-0,2	2,5	-2,0	-0,8	32,9	0,5	1,1	31,3	15,1	1,8	5,1	0,2	9,8
III	4,9	-4,6	-2,4	-0,8	-1,4	13,6	-0,1	1,3	12,5	-4,1	-1,3	-5,8	-0,8	2,6
2011 Sep	12,4	0,5	-1,5	1,1	1,0	10,4	-0,2	0,3	10,3	1,5	-0,2	1,4	-0,2	0,2
Oct	-20,6	-0,6	0,0	-0,7	0,1	-18,9	-0,1	0,1	-19,0	-1,2	-1,4	-1,5	-0,3	0,6
Nov <sup>(p)</sup>	7,3	-1,8	-1,1	-0,3	-0,4	2,7	-0,2	0,3	2,5	6,4	1,6	4,6	-0,1	1,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 II	3,3	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,4	0,0	2,6	4,4	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
III	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-2,5	0,6	4,0	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
2011 Sep	2,9	-1,9	-2,0	-3,6	-0,8	3,9	-2,5	0,6	4,0	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
Oct	2,2	-1,9	-1,9	-3,8	-0,7	3,0	-2,4	0,4	3,0	2,2	0,1	0,7	-3,2	3,4
Nov <sup>(p)</sup>	2,1	-2,2	-3,4	-3,7	-0,7	3,0	-4,0	0,4	3,0	1,6	-0,6	-1,4	-3,4	3,2

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 <sup>1), 2)</sup>

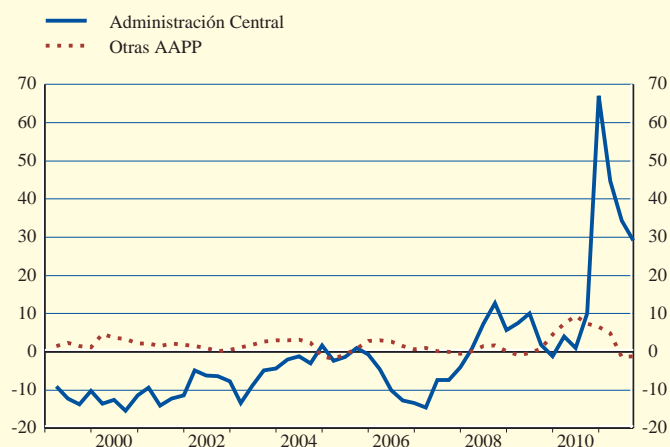
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2009	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2010 IV	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 I	1.188,8	359,4	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
II	1.152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3.006,5	2.012,0	994,5	60,1	934,4
III <sup>(p)</sup>	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.155,0	2.132,4	1.022,7	62,7	960,0
<b>Operaciones</b>										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,4	-345,9	-38,2	-1,4	-36,9
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	6,0	8,0	-2,3	0,6	-3,0
2010 IV	138,6	126,6	1,6	8,8	1,5	-16,9	-2,4	-14,5	-2,0	-12,5
2011 I	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	56,1	0,0	56,0	6,9	49,0
II	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,4	21,8	22,6	6,1	16,6
III <sup>(p)</sup>	-7,1	-3,3	0,6	-2,1	-2,4	65,5	59,0	6,4	1,4	5,0
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,0	-2,9	-4,1
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2010 IV	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011 I	14,3	44,7	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,7	2,3	16,2	1,5
II	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,3	5,3
III <sup>(p)</sup>	6,2	29,1	0,0	1,8	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4

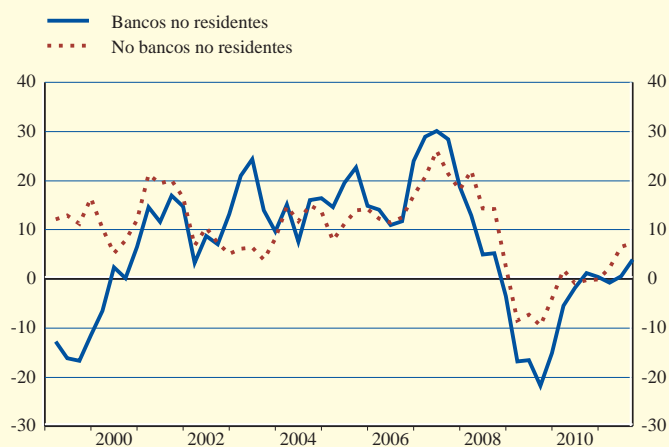
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



### G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

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

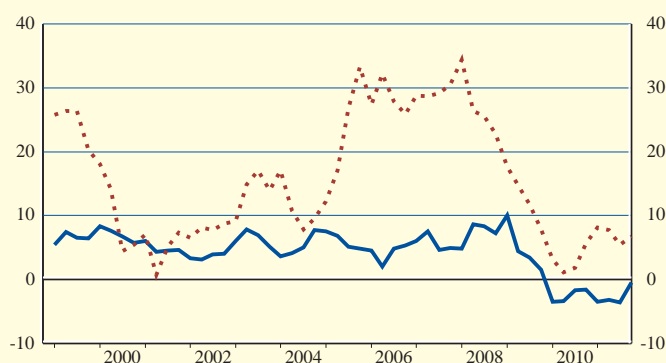
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	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	entidades de contrapartida central	A
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Saldos vivos</b>															
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	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.168,3	358,5	305,7	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 II	703,4	84,6	72,1	524,0	3,2	0,2	19,3	2.216,9	370,0	297,0	1.152,4	12,5	0,3	384,8	290,8
III	721,6	88,4	88,6	520,2	3,6	0,2	20,6	2.309,5	382,6	305,2	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
2011 Ago	718,0	87,1	82,6	523,3	3,7	0,2	21,1	2.256,8	370,4	305,3	1.151,9	11,7	0,5	417,0	315,0
Sep	721,6	88,4	88,6	520,2	3,6	0,2	20,6	2.309,5	382,6	305,2	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
Oct	724,1	93,2	87,8	520,3	3,8	0,2	18,7	2.295,9	382,0	292,9	1.187,9	10,9	0,4	421,7	325,4
Nov <sup>(p)</sup>	709,3	88,3	79,8	518,0	4,0	0,2	19,0	2.273,7	396,1	289,3	1.181,6	12,6	0,4	393,7	303,9
<b>Operaciones</b>															
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	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,9	45,1	-37,6	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 II	-2,6	1,7	-3,1	-2,7	0,3	0,0	1,3	39,5	-1,7	-6,8	3,0	0,7	-0,3	44,6	50,2
III	17,5	3,3	16,4	-3,9	0,4	0,0	1,3	86,3	10,3	5,0	7,3	-1,1	0,2	64,7	48,6
2011 Ago	10,3	4,3	7,1	0,0	0,0	0,0	-1,0	65,6	11,0	4,4	4,4	0,2	0,2	45,4	32,8
Sep	3,1	0,9	6,0	-3,2	0,0	0,0	-0,5	46,2	10,1	-3,1	12,0	-0,4	0,0	27,6	24,3
Oct	4,7	5,0	-0,7	0,1	0,1	0,0	0,2	-9,2	0,7	-10,4	21,4	-0,5	0,0	-20,4	-13,2
Nov <sup>(p)</sup>	-12,3	-5,1	-5,1	-2,3	0,2	0,0	-0,1	-30,8	12,5	-8,1	-8,7	1,7	0,0	-28,2	-21,7
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,1	-	27,4	-
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,1	14,4	-11,1	4,9	-48,5	-	41,1	-
2011 II	-3,7	-5,7	-10,6	-2,2	26,4	-	-6,6	5,4	1,1	1,4	4,7	5,4	-	15,8	33,1
III	-0,5	4,3	3,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,7	1,5	-1,3	2,6	2,8	-	33,8	47,4
2011 Ago	-1,3	2,3	-5,9	-1,9	38,3	-	17,4	6,0	1,6	-1,4	1,6	5,0	-	33,9	43,5
Sep	-0,5	4,3	3,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,7	1,5	-1,3	2,6	2,8	-	33,8	47,4
Oct	0,9	10,2	6,9	-1,7	37,2	-	2,1	7,6	3,3	-9,6	5,3	-3,0	-	39,3	58,9
Nov <sup>(p)</sup>	0,6	4,3	8,9	-1,7	45,1	-	9,4	2,0	3,9	-11,6	1,7	18,7	-	13,0	17,2

### G9 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

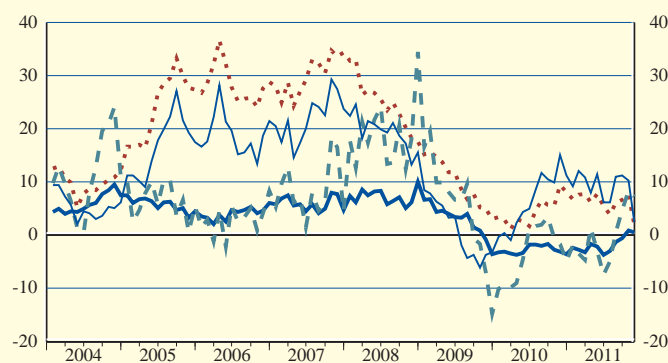
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



### G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(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)<sup>3)</sup>
- Otros intermediarios financieros (incluidos en M3)<sup>4)</sup>



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 <sup>1),2)</sup>

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

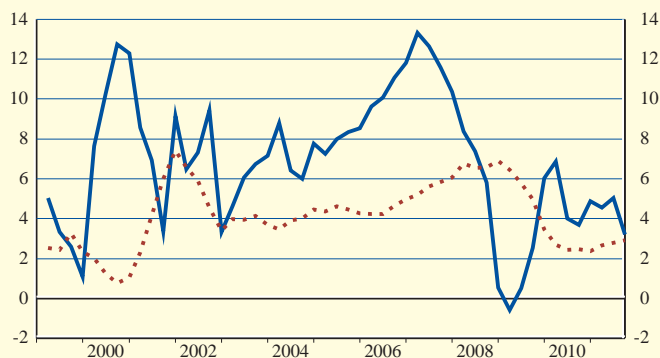
### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	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	
<b>Saldos vivos</b>														
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	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 II	1.657,4	1.013,4	453,9	94,8	77,3	2,0	15,8	5.822,9	2.258,3	904,4	701,2	1.816,1	109,4	33,5
III	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,4	921,9	709,8	1.820,6	109,0	33,9
2011 Ago	1.654,0	995,9	464,5	95,1	77,4	1,7	19,5	5.830,5	2.236,3	918,6	707,0	1.824,2	109,4	35,1
Sep	1.663,6	999,2	471,0	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,4	921,9	709,8	1.820,6	109,0	33,9
Oct	1.663,8	998,3	472,1	97,3	74,5	2,0	19,6	5.833,7	2.234,6	925,7	712,0	1.820,2	108,8	32,3
Nov <sup>4)</sup>	1.660,3	1.001,4	460,9	97,6	78,9	1,9	19,6	5.824,9	2.223,2	934,9	713,0	1.815,7	107,2	30,8
<b>Operaciones</b>														
2009	91,0	112,3	-70,2	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 II	11,6	12,1	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,5	55,9	35,1	-2,0	18,8	2,7	-0,9	2,1
III	2,9	-17,3	17,1	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-19,0	15,6	3,7	4,4	-0,4	0,4
2011 Ago	0,4	-7,3	6,5	-0,4	0,9	-0,3	0,9	-19,6	-25,6	4,7	-2,9	4,4	-0,1	-0,2
Sep	6,9	0,6	6,8	1,5	-0,9	-0,1	-1,0	2,8	3,2	2,2	2,8	-3,8	-0,4	-1,2
Oct	2,8	0,6	2,0	0,7	-1,9	0,3	1,1	-0,6	-5,7	4,4	2,2	0,2	-0,1	-1,6
Nov <sup>4)</sup>	-6,3	0,8	-11,9	0,1	4,8	-0,1	0,0	-10,2	-12,1	8,6	1,0	-5,6	-0,7	-1,5
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011 II	5,0	1,6	11,6	16,7	2,3	-1,5	6,0	2,8	1,3	-0,1	8,4	4,6	-6,4	10,2
III	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
2011 Ago	3,8	0,9	8,6	13,8	-1,7	-16,1	37,4	2,8	1,1	1,9	7,4	3,8	-3,2	10,2
Sep	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,9	31,2	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
Oct	2,6	0,5	5,2	12,7	-4,4	-3,4	44,7	2,5	0,5	2,8	7,4	3,2	-0,6	4,8
Nov <sup>4)</sup>	1,6	0,0	3,2	11,8	-1,5	-2,8	17,2	2,6	0,8	3,9	7,4	2,7	-1,7	3,4

### G11 Depósitos totales por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

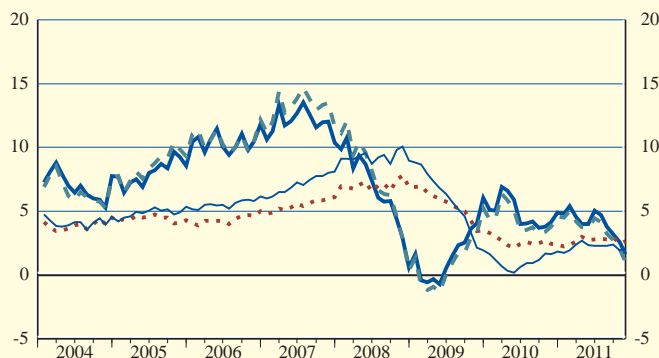
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



### G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)<sup>4)</sup>
- Hogares (incluidos en M3)<sup>5)</sup>



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

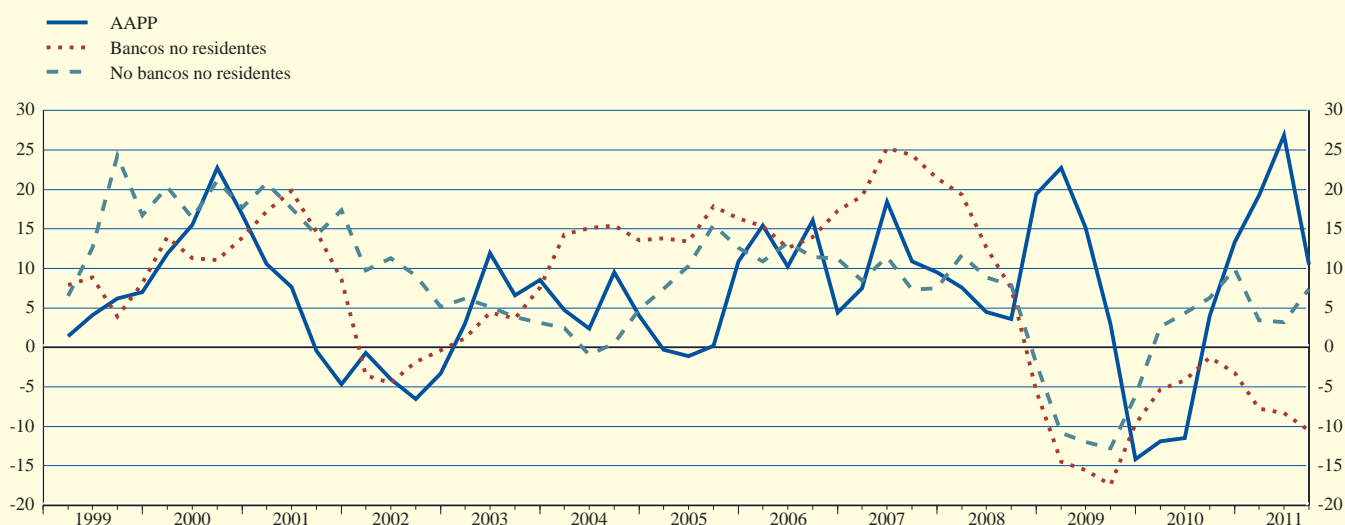
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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 <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3.369,4	2.532,8	836,7	56,7	780,0
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2010 IV	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 I	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,8	967,4	41,4	926,0
II	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,8	984,8	47,7	937,1
III <sup>4)</sup>	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.346,4	2.298,8	1.047,6	50,0	997,7
<b>Operaciones</b>										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-329,9	-274,8	-55,0	-4,5	-50,5
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-84,4	84,6	7,5	77,1
2010 IV	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,8	-108,3	5,5	-2,7	8,2
2011 I	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,2	-71,7	-5,6	-3,6	-1,9
II	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,8	-41,6	21,8	6,4	15,4
III <sup>4)</sup>	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,4	-49,4	49,7	1,4	48,4
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,7	-6,2	-6,9	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2010 IV	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,3	9,9	12,7	9,6
2011 I	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
II	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,3	3,2	5,0	3,1
III <sup>4)</sup>	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,3	7,6

### G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(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.

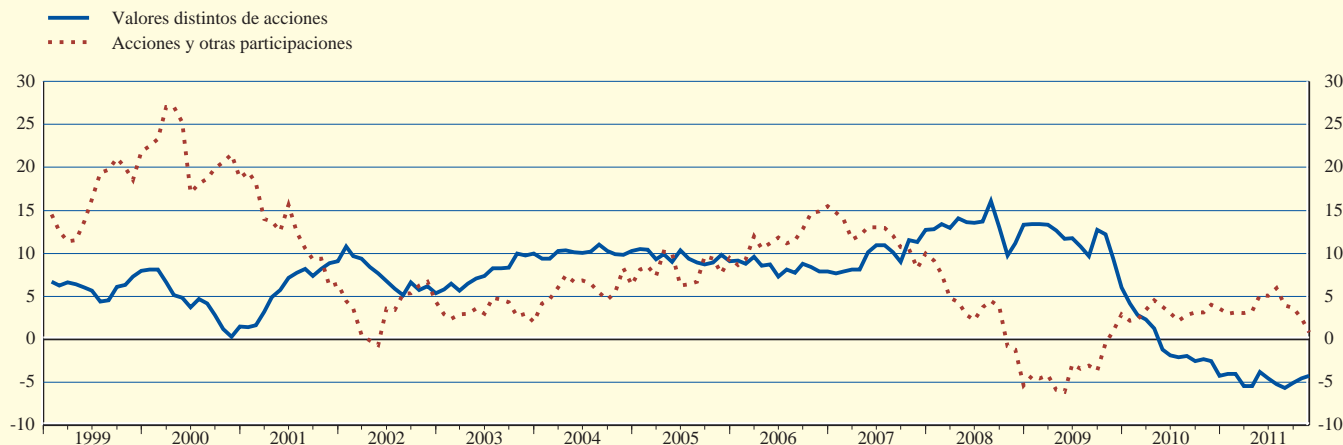
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(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	
<b>Saldos vivos</b>												
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	801,0	280,2
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,8	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 II	5.663,4	1.669,6	90,7	1.436,9	20,7	1.448,0	24,2	973,1	1.563,3	476,0	775,5	311,8
III	5.635,3	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,2	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
2011 Ago	5.611,5	1.690,2	85,2	1.406,3	23,8	1.442,1	27,1	936,8	1.535,3	481,2	753,1	300,9
Sep	5.635,3	1.706,9	92,8	1.393,8	22,3	1.433,2	25,0	961,2	1.530,5	489,3	740,6	300,5
Oct	5.653,5	1.709,9	93,0	1.371,7	21,9	1.493,4	24,9	938,7	1.522,6	487,3	739,2	296,1
Nov <sup>(p)</sup>	5.653,3	1.707,3	97,4	1.360,6	21,9	1.498,0	26,7	941,5	1.521,3	486,5	741,4	293,4
<b>Operaciones</b>												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	42,9	29,1	11,6	2,3
2010	-268,6	-167,1	-6,9	42,8	-2,0	10,2	-14,8	-130,8	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 II	-29,0	-33,8	6,3	45,5	1,0	-18,1	-3,6	-26,3	44,7	36,7	-3,2	11,2
III	-48,5	37,0	0,3	-43,4	0,3	-7,1	-0,7	-34,9	-13,6	17,2	-23,2	-7,6
2011 Ago	-13,0	32,7	-3,4	-18,7	3,5	-6,8	2,8	-23,1	-16,0	1,9	-8,8	-9,2
Sep	-0,8	17,0	4,2	-10,8	-2,5	-6,0	-3,3	0,7	-2,4	8,8	-12,0	0,8
Oct	19,4	1,3	2,3	-15,6	0,2	40,5	0,6	-10,0	-10,0	-2,0	-3,9	-4,2
Nov <sup>(p)</sup>	-3,8	3,5	1,9	1,4	-0,8	3,8	0,9	-14,5	3,1	0,2	4,3	-1,5
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2009	6,0	4,4	17,5	18,7	-15,9	7,6	-23,1	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,5	2,9	-11,1	0,7	-35,4	-11,1	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 II	-4,6	-9,3	7,8	1,2	23,1	-1,9	2,1	-9,5	5,1	9,9	3,2	2,8
III	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,4	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
2011 Ago	-5,6	-7,1	-0,7	-0,2	48,7	-4,1	13,3	-14,2	4,0	11,4	0,6	1,7
Sep	-5,1	-4,9	8,0	-1,0	24,8	-4,4	-16,9	-13,0	3,6	13,4	-1,0	1,0
Oct	-4,6	-2,3	6,8	-8,3	49,6	-0,1	-6,3	-10,6	2,5	12,7	-2,2	-0,5
Nov <sup>(p)</sup>	-4,3	-3,1	6,7	-5,5	28,8	-2,1	0,7	-9,3	0,9	11,8	-3,8	-3,2

## G14 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**

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

**1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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	
<b>Préstamos</b>														
<i>A residentes en la zona del euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,6	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 II	5.502,4	-	-	-	-	-	12.376,6	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4	
III	6.003,8	-	-	-	-	-	12.442,4	96,1	3,9	1,9	0,3	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 II	2.012,0	45,4	54,6	31,8	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
III	2.132,4	44,2	55,8	34,7	2,8	3,3	9,0	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
<b>Valores distintos de acciones</b>														
<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 II	1.760,3	94,8	5,2	2,9	0,2	0,3	1,4	2.929,9	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
III	1.799,7	94,8	5,2	2,6	0,1	0,3	1,8	2.874,4	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	508,6	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5
2011 II	493,0	53,1	46,9	24,9	0,3	0,6	15,7	480,2	33,9	66,1	38,6	5,3	0,8	12,4
III	478,6	54,7	45,3	21,8	0,3	0,4	17,1	482,8	32,6	67,4	39,2	6,0	0,8	12,5
<b>Depósitos</b>														
<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 II	5.692,3	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.922,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
III	6.084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10.995,0	97,0	3,0	2,0	0,2	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	2.492,0	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 II	2.295,8	53,5	46,5	29,8	2,2	1,9	8,0	984,8	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5
III	2.298,8	57,1	42,9	26,9	2,1	1,8	7,8	1.047,6	59,1	40,9	28,6	1,5	1,7	4,6

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	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 II	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4
III	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5

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.
- 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.
- 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 <sup>1)</sup>

(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 Abr	6.380,6	391,4	2.353,2	1.991,8	890,8	224,3	529,0
May	6.431,0	392,2	2.399,8	1.992,2	897,8	224,9	524,0
Jun	6.352,7	390,6	2.386,8	1.958,6	886,8	224,9	505,0
Jul	6.435,7	394,8	2.420,4	1.943,8	891,5	226,5	558,6
Ago	6.192,9	411,8	2.382,8	1.736,5	840,2	227,9	593,8
Sep	6.072,2	420,9	2.383,0	1.632,4	830,0	229,5	576,4
Oct <sup>(p)</sup>	6.190,4	423,1	2.370,0	1.734,1	842,7	227,5	593,1
Operaciones							
2011 I	110,1	19,2	25,2	14,9	8,4	2,4	40,0
II	68,9	5,6	38,2	25,9	12,3	5,8	-18,9
III	-6,3	29,0	-21,3	-42,0	-16,8	2,8	41,9

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro			
				Fondos de inversión	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Abr	6.380,6	126,9	5.814,3	4.507,7	676,9	1.306,6	439,3
May	6.431,0	126,8	5.861,2	4.532,4	682,9	1.328,8	443,0
Jun	6.352,7	121,0	5.790,3	4.466,8	672,6	1.323,5	441,4
Jul	6.435,7	122,3	5.825,8	4.465,3	672,8	1.360,6	487,6
Ago	6.192,9	128,6	5.545,2	4.267,8	621,7	1.277,4	519,1
Sep	6.072,2	125,1	5.416,4	4.162,3	602,2	1.254,1	530,7
Oct <sup>(p)</sup>	6.190,4	130,4	5.520,5	4.224,6	613,9	1.295,9	539,5
Operaciones							
2011 I	110,1	12,0	55,4	27,1	4,1	28,3	42,8
II	68,9	-2,9	79,0	25,8	9,6	53,3	-7,3
III	-6,3	6,4	-45,2	-56,0	-32,9	10,8	32,5

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

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2011 Mar	5.770,5	1.799,7	1.708,3	1.410,5	267,3	112,7	471,9	5.686,0	84,4	1.077,4
Abr	5.814,3	1.797,4	1.724,8	1.429,1	269,6	113,3	480,2	5.728,8	85,5	1.070,8
May	5.861,2	1.825,3	1.729,6	1.438,2	271,2	114,5	482,5	5.775,6	85,6	1.090,1
Jun	5.790,3	1.812,5	1.689,6	1.424,5	272,5	112,5	478,8	5.703,5	86,8	1.047,5
Jul	5.825,8	1.836,8	1.674,4	1.434,3	287,0	116,2	477,3	5.737,3	88,6	1.032,5
Ago	5.545,2	1.807,2	1.495,2	1.381,7	286,2	114,1	460,8	5.456,9	88,4	1.060,3
Sep	5.416,4	1.786,1	1.413,9	1.386,8	286,5	119,2	424,0	5.327,2	89,2	1.066,9
Oct <sup>(p)</sup>	5.520,5	1.787,1	1.499,8	1.405,7	288,2	115,8	423,8	5.438,4	82,1	1.049,5
Operaciones										
2011 Abr	42,4	9,4	13,4	13,3	2,0	1,0	3,4	41,1	1,4	5,8
May	27,8	9,8	9,7	5,9	-0,2	-1,0	3,6	28,1	-0,3	8,1
Jun	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,6	6,8	2,0	-36,9
Jul	36,4	12,0	5,6	2,5	13,3	2,0	1,0	34,9	1,5	-20,0
Ago	-49,0	-14,0	-22,8	-10,8	0,8	-0,2	-2,0	-49,0	0,0	32,8
Sep	-32,6	-16,3	-11,1	-4,9	1,1	0,6	-2,0	-32,9	0,3	-12,3
Oct <sup>(p)</sup>	-25,6	-2,1	-6,6	-6,4	-0,2	-0,8	-9,5	-18,9	-6,7	-7,5

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 inversión<sup>1)</sup>, por emisor**

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

**1. Valores distintos de acciones**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2010 IV	2.369,5	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,2	165,0	936,8	247,0	365,8	16,1
2011 I	2.354,9	1.430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
II	2.386,8	1.429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
III <sup>(p)</sup>	2.383,0	1.413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,4	252,3	369,7	18,7
<b>Operaciones</b>											
2011 I	25,2	10,7	9,3	-8,3	7,9	-0,1	1,8	14,5	1,9	2,3	-1,0
II	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,7	3,6
III <sup>(p)</sup>	-21,3	-16,9	-5,8	1,3	-7,7	-0,3	-4,3	-4,5	6,0	-4,1	5,3

**2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)**

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2010 IV	1.987,7	751,1	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 I	1.973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1.191,0	167,2	365,2	71,1
II	1.958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1.185,0	166,4	362,8	77,0
III <sup>(p)</sup>	1.632,4	615,4	53,3	-	35,7	20,4	506,0	1.017,0	141,8	323,6	72,5
<b>Operaciones</b>											
2011 I	14,9	11,6	5,5	-	2,3	-0,9	4,7	3,3	-0,5	16,0	-3,9
II	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
III <sup>(p)</sup>	-42,0	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,5	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2010 IV	875,6	740,5	76,0	-	664,4	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 I	882,9	746,3	78,0	-	668,3	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
II	886,8	752,0	79,4	-	672,6	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
III <sup>(p)</sup>	830,0	697,5	95,3	-	602,2	-	-	132,4	20,1	42,6	0,5
<b>Operaciones</b>											
2011 I	8,4	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
II	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
III <sup>(p)</sup>	-16,8	-16,2	16,7	-	-32,9	-	-	-0,6	-0,5	-0,3	0,0

Fuente: BCE.

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

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

## 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 <sup>1)</sup>				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos													
2010 II	2.285,9	363,2	1.437,5	1.131,2	570,6	140,6	25,0	6,4	134,2	278,8	101,3	41,1	64,0
III	2.284,9	350,2	1.467,1	1.173,3	582,4	133,7	24,8	6,4	128,8	260,4	100,3	41,4	65,6
IV	2.350,1	373,6	1.521,9	1.237,6	606,4	124,9	22,9	6,0	130,4	251,8	92,5	41,9	68,5
2011 I	2.256,1	353,1	1.482,1	1.193,7	595,3	131,3	23,3	5,9	127,8	242,0	89,0	36,8	53,1
II	2.215,8	339,7	1.461,1	1.177,1	585,5	134,1	21,8	5,2	123,0	232,5	88,6	35,7	58,2
III	2.200,2	321,4	1.470,1	1.195,7	590,5	132,3	21,8	5,2	115,1	231,5	86,5	34,4	56,4
Operaciones													
2010 III	-4,5	-12,1	23,4	32,9	-	-2,3	-0,6	-0,1	-6,5	-16,3	-0,5	0,4	0,7
IV	44,8	24,5	24,2	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,3	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 I	-92,3	-23,1	-36,5	-44,2	-	8,8	0,6	0,0	-1,8	-10,0	-2,4	-4,9	-15,3
II	-44,6	-11,7	-26,0	-22,3	-	2,5	-0,9	-0,3	-4,9	-7,9	0,0	0,0	1,0
III	-23,4	-18,3	4,6	14,6	-	-2,0	-0,2	0,0	-7,8	-2,3	-2,2	-1,1	-4,2

### 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 II	2.285,9	107,6	1.961,1	91,1	1.870,0	45,0	172,2
III	2.284,9	119,9	1.946,8	86,5	1.860,3	43,2	175,1
IV	2.350,1	134,4	1.970,0	93,5	1.876,5	42,6	203,2
2011 I	2.256,1	133,1	1.887,6	83,9	1.803,6	37,7	197,7
II	2.215,8	134,0	1.844,0	82,6	1.761,4	34,8	203,1
III	2.200,2	131,1	1.824,8	80,0	1.744,8	34,4	209,9
Operaciones							
2010 III	-4,5	11,6	-10,9	-4,2	-6,7	-0,1	-5,1
IV	44,8	15,9	24,0	5,7	18,3	-2,1	7,0
2011 I	-92,3	-1,0	-79,2	-9,9	-69,3	-4,5	-7,7
II	-44,6	0,9	-48,6	-5,7	-42,8	-1,2	4,3
III	-23,4	-2,2	-22,6	-4,1	-18,6	-1,7	3,1

### 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 II	1.131,2	812,6	215,9	19,4	14,7	7,4	61,1	278,8	149,2	50,5	98,7	45,5	129,6
III	1.173,3	828,7	221,2	18,2	15,0	7,0	83,2	260,4	140,8	47,4	93,4	38,3	119,6
IV	1.237,6	852,7	251,4	17,2	15,3	7,1	94,1	251,8	131,9	45,7	86,3	36,5	119,9
2011 I	1.193,7	804,1	250,7	17,0	15,4	7,2	99,3	242,0	125,7	42,4	83,3	36,8	116,3
II	1.177,1	788,8	250,9	18,8	15,4	9,8	93,4	232,5	124,5	41,1	83,4	35,4	108,2
III	1.195,7	795,2	257,5	18,1	15,2	9,6	100,1	231,5	121,6	41,7	79,9	33,8	109,1
Operaciones													
2010 III	32,9	9,7	1,3	-0,8	0,3	-0,4	22,8	-16,3	-9,8	-2,5	-7,4	-6,7	-6,5
IV	30,1	16,3	14,1	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 I	-44,2	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	5,2	-10,0	-5,9	-3,1	-2,8	0,1	-4,1
II	-22,3	-21,1	0,3	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-7,9	0,6	-0,4	0,9	-0,7	-8,5
III	14,6	6,3	2,5	-0,7	0,0	-0,2	6,7	-2,3	-3,3	-0,2	-3,1	-1,2	1,0

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 IV	6.158,6	800,7	478,6	2.292,9	819,1	1.088,2	93,9	245,7	184,8	154,5
2009 I	6.188,0	797,2	493,7	2.361,0	785,6	1.071,9	101,6	244,1	176,2	156,7
II	6.329,9	782,8	487,7	2.384,4	818,9	1.200,3	89,7	248,6	162,1	155,3
III	6.517,3	784,2	483,4	2.424,9	792,4	1.377,3	86,0	252,0	163,2	153,8
IV	6.642,1	786,9	477,9	2.462,8	804,3	1.456,7	86,4	256,2	158,1	152,8
2010 I	6.864,3	784,5	486,3	2.575,8	815,3	1.534,1	83,4	267,1	169,4	148,4
II	6.891,1	785,5	488,9	2.613,5	792,7	1.518,4	79,8	272,1	190,2	150,1
III	7.060,3	783,2	498,0	2.698,8	807,4	1.559,7	75,3	272,9	215,1	149,9
IV	6.978,8	774,1	501,6	2.642,2	823,1	1.579,1	65,3	271,8	170,0	151,5
2011 I	7.050,6	775,1	499,7	2.676,3	826,6	1.602,0	63,5	279,0	174,3	154,1
II	7.073,9	778,4	506,8	2.691,8	830,6	1.605,3	66,8	269,5	171,8	153,0
III	7.060,5	793,6	498,8	2.714,4	780,2	1.553,4	74,6	267,4	225,2	152,9

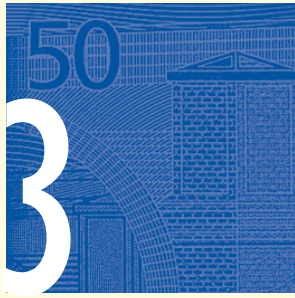
**2. Tenencias de valores distintos de acciones**

	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 IV	2.292,9	1.874,6	505,9	1.014,0	207,0	11,4	136,4	418,3
2009 I	2.361,0	1.939,5	531,1	1.040,5	218,3	13,5	136,1	421,5
II	2.384,4	1.987,6	541,7	1.060,8	231,2	15,0	139,0	396,8
III	2.424,9	2.021,7	552,6	1.086,7	229,4	15,1	137,8	403,2
IV	2.462,8	2.053,6	543,8	1.114,4	239,3	16,7	139,5	409,2
2010 I	2.575,8	2.157,9	578,5	1.184,6	231,7	16,2	146,9	417,9
II	2.613,5	2.190,3	581,7	1.196,8	244,3	16,6	150,9	423,1
III	2.698,8	2.271,6	593,4	1.242,3	264,1	19,5	152,4	427,2
IV	2.642,2	2.218,7	594,3	1.215,0	236,1	17,7	155,5	423,5
2011 I	2.676,3	2.260,2	617,3	1.208,6	261,9	19,0	153,5	416,0
II	2.691,8	2.266,7	638,0	1.229,6	223,5	16,1	159,5	425,1
III	2.714,4	2.289,6	640,4	1.236,2	235,6	17,4	160,1	424,8

**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 IV	6.123,7	348,8	31,7	422,1	5.178,6	2.909,2	1.445,8	823,6	142,6	34,8
2009 I	6.129,8	347,8	31,8	378,6	5.228,6	2.927,5	1.460,2	841,0	142,9	58,2
II	6.215,9	321,6	33,1	395,1	5.325,5	3.005,5	1.477,4	842,6	140,6	114,1
III	6.363,7	303,8	36,1	440,0	5.438,6	3.094,8	1.501,7	842,2	145,1	153,6
IV	6.441,3	284,6	39,5	436,2	5.527,8	3.168,6	1.519,8	839,3	153,3	200,8
2010 I	6.622,5	293,6	39,5	455,4	5.676,6	3.255,9	1.560,2	860,5	157,5	241,7
II	6.661,4	298,9	40,9	427,9	5.733,7	3.281,4	1.589,1	863,2	160,0	229,7
III	6.774,7	315,0	39,8	435,7	5.829,0	3.338,9	1.629,5	860,5	155,2	285,6
IV	6.816,8	284,5	42,3	444,6	5.895,6	3.381,8	1.651,3	862,4	149,8	162,0
2011 I	6.919,1	304,2	40,1	459,7	5.965,0	3.414,1	1.664,5	886,3	150,0	131,5
II	6.933,4	305,6	43,2	447,4	5.987,2	3.437,1	1.674,4	875,6	149,9	140,6
III	6.892,2	311,4	42,4	401,5	5.972,6	3.422,1	1.678,9	871,6	164,3	168,3

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
<b>2011 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						569
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-10
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.168	119	741	57	250	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	31	4	19	3	4	
Consumo de capital fijo	363	95	208	11	49	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	550	283	231	36	0	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						6
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	982	39	489	382	73	123
Intereses	396	36	71	215	73	53
Otras rentas de la propiedad	587	2	417	167	0	70
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.977	1.711	-11	51	226	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	276	215	47	13	0	5
Cotizaciones sociales	429	429				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	454	1	18	34	402	1
Otras transferencias corrientes	188	70	25	47	46	9
Primas netas de seguros no vida	44	33	10	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	45			45		1
Otras	99	37	15	1	45	7
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.957	1.535	-69	53	439	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.867	1.360			507	
Gasto en consumo individual	1.673	1.360			313	
Gasto en consumo colectivo	194				194	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14	0	0	14	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	91	189	-70	39	-68	18
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	472	143	261	12	56	
Formación bruta de capital fijo	472	143	261	12	56	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	0	1	-1	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-2	1	0	0	0
Transferencias de capital	32	9	1	2	20	4
Impuestos sobre el capital	6	6	1	0	0	0
Otras transferencias de capital	26	3	0	2	20	4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-17	143	-109	36	-87	17
Discrepancia estadística	0	-21	21	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2011 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						559
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.113	502	1.200	108	303	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	236					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.349					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	550	283	231	36	0	
Remuneración de los asalariados	1.170	1.170				3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	267				267	0
Rentas de la propiedad	971	296	247	396	32	134
Intereses	385	60	45	272	8	63
Otras rentas de la propiedad	586	236	202	124	24	71
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.977	1.711	-11	51	226	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	280				280	1
Cotizaciones sociales	429	1	18	49	361	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	452	452				3
Otras transferencias corrientes	166	87	13	46	19	30
Primas netas de seguros no vida	45			45		1
Indemnizaciones de seguros no vida	44	34	8	1	0	2
Otras	77	53	5	0	19	28
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.957	1.535	-69	53	439	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14	14				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	91	189	-70	39	-68	18
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	363	95	208	11	49	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	33	9	16	1	7	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	27	9	16	1	1	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.863	16.850	31.958	15.222	6.795	3.709	16.575
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				403				
Efectivo y depósitos		6.636	1.887	8.974	2.318	810	715	3.600
Valores distintos de acciones a corto plazo		59	80	515	326	43	34	680
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.358	235	6.023	2.397	2.652	448	3.624
Préstamos		79	3.069	13.342	3.556	469	521	1.853
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		59	1.762	10.255	2.539	348	461	.
Acciones y otras participaciones		4.487	7.876	1.863	6.324	2.427	1.326	6.080
Acciones cotizadas		831	1.418	343	2.153	563	267	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.289	6.048	1.215	3.208	292	890	.
Participaciones en fondos de inversión		1.366	410	305	964	1.572	169	.
Reservas técnicas de seguro		5.783	180	3	0	242	4	230
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		461	3.524	837	300	151	661	508
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
<b>Total de operaciones de activos financieros</b>		152	133	281	138	2	120	217
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		72	3	95	52	1	76	-11
Valores distintos de acciones a corto plazo		-5	-5	-27	-2	0	-2	14
Valores distintos de acciones a largo plazo		22	-2	21	-1	8	-2	182
Préstamos		1	55	90	56	3	19	18
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	31	60	38	4	-3	.
Acciones y otras participaciones		-1	105	41	46	-5	-1	14
Acciones cotizadas		0	23	29	9	-2	1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	66	12	5	1	-2	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-9	15	1	31	-4	0	.
Reservas técnicas de seguro		39	-1	0	0	-6	0	-1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		25	-21	61	-14	1	30	2
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
<b>Total de otras variaciones de activos financieros</b>		-70	-61	-28	-26	26	-18	7
Oro monetario y DEG				10				
Efectivo y depósitos		0	-6	46	0	-1	0	-16
Valores distintos de acciones a corto plazo		-3	-1	-18	-8	0	0	11
Valores distintos de acciones a largo plazo		0	1	-61	-2	7	-5	59
Préstamos		0	1	-1	-17	0	0	4
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	-1	1	-6	0	0	.
Acciones y otras participaciones		-75	-75	-5	8	20	-13	-45
Acciones cotizadas		-15	-22	-5	-15	-4	-6	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-57	-28	6	27	-3	-6	.
Participaciones en fondos de inversión		-3	-26	-6	-4	27	0	.
Reservas técnicas de seguro		-2	0	0	0	-3	0	5
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		10	20	1	-6	3	0	-11
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.944	16.923	32.212	15.333	6.823	3.811	16.799
Oro monetario y DEG				412				
Efectivo y depósitos		6.708	1.885	9.115	2.370	811	792	3.573
Valores distintos de acciones a corto plazo		51	74	470	316	43	32	704
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.379	233	5.982	2.394	2.667	441	3.866
Préstamos		80	3.124	13.431	3.595	471	540	1.874
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		59	1.791	10.316	2.570	352	458	.
Acciones y otras participaciones		4.411	7.905	1.899	6.378	2.443	1.312	6.049
Acciones cotizadas		817	1.420	367	2.146	557	262	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.240	6.086	1.233	3.240	291	882	.
Participaciones en fondos de inversión		1.354	400	299	992	1.595	168	.
Reservas técnicas de seguro		5.820	179	3	0	233	4	234
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		495	3.523	899	280	155	691	499
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis-traciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.689	26.635	31.064	14.601	6.877	9.027	14.676
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			31	22.055	24	0	255	2.575
Valores distintos de acciones a corto plazo			81	653	71	0	677	255
Valores distintos de acciones a largo plazo			784	4.481	2.739	30	5.876	2.826
Préstamos		6.094	8.472		3.310	270	1.706	3.035
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.740	6.010		1.836	119	1.378	.
Acciones y otras participaciones		7	13.369	2.635	8.356	436	6	5.574
Acciones cotizadas			3.923	490	253	130	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.446	1.068	2.528	305	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.077	5.576			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	68	1	6.002	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		553	3.562	1.171	100	139	507	410
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.496	12.174	-9.785	895	620	-82	-5.318	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		30	221	253	116	16	207	200
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	242	-3	0	3	47
Valores distintos de acciones a corto plazo			1	-30	7	0	-5	-3
Valores distintos de acciones a largo plazo			9	43	-3	2	152	25
Préstamos		45	95		48	3	-4	54
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		38	54		29	1	26	.
Acciones y otras participaciones		0	62	3	68	-2	0	68
Acciones cotizadas			10	18	6	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	52	5	7	-2	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-21	54			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	30	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-15	53	-6	-1	-18	61	9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-17	122	-88	29	22	-14	-87	17
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		-1	-59	12	0	7	-49	-91
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	13	0	0	0	12
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	0	0	0	-1	-18
Valores distintos de acciones a largo plazo			5	15	12	0	-32	-4
Préstamos		1	2		-4	0	0	-13
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		4	3		-1	0	0	.
Acciones y otras participaciones		0	-76	-15	-31	-13	0	-50
Acciones cotizadas			-19	-19	-9	-8	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-57	11	19	-5	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-7	-42			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	0	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-1	10	-1	23	20	-16	-18
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-88	-70	-2	-40	-26	19	31	97
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.719	26.798	31.328	14.717	6.900	9.186	14.786
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	22.309	21	0	258	2.634
Valores distintos de acciones a corto plazo			83	623	79	0	671	234
Valores distintos de acciones a largo plazo			799	4.539	2.748	33	5.996	2.847
Préstamos		6.141	8.569		3.354	273	1.702	3.077
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.782	6.067		1.864	120	1.404	.
Acciones y otras participaciones		7	13.356	2.623	8.392	421	6	5.592
Acciones cotizadas			3.914	489	250	122	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.442	1.084	2.554	298	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.050	5.588			.
Reservas técnicas de seguro		35	336	69	1	6.032	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		536	3.625	1.164	123	141	552	401
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.601	12.226	-9.874	884	616	-77	-5.375	

Fuente: BCE.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2007	2008	2009	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.280	4.462	4.442	4.458	4.472	4.492	4.523	4.557
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	99	94	85	84	88	83	84	89
Consumo de capital fijo	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.678	3.925	2.957	2.762	2.763	2.808	2.847	2.917
Intereses	2.129	2.378	1.603	1.424	1.404	1.415	1.440	1.483
Otras rentas de la propiedad	1.549	1.547	1.354	1.338	1.359	1.393	1.407	1.434
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.136	1.145	1.028	1.036	1.042	1.053	1.070	1.077
Cotizaciones sociales	1.597	1.670	1.675	1.682	1.688	1.699	1.708	1.718
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.585	1.656	1.772	1.803	1.811	1.819	1.823	1.828
Otras transferencias corrientes	741	774	779	780	781	774	774	776
Primas netas de seguros no vida	183	188	182	181	180	180	178	178
Derechos de seguros no vida	184	189	183	182	181	181	179	179
Otras	374	397	414	417	420	414	416	419
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.892	7.145	7.145	7.219	7.264	7.308	7.355	7.401
Gasto en consumo individual	6.192	6.407	6.374	6.446	6.490	6.534	6.580	6.625
Gasto en consumo colectivo	700	738	771	774	774	773	775	776
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	786	559	270	280	291	303	324	346
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.055	2.059	1.707	1.730	1.759	1.785	1.836	1.858
Formación bruta de capital fijo	1.978	1.998	1.752	1.738	1.749	1.762	1.788	1.802
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	76	62	-44	-9	10	23	48	56
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	1	1	2	2	1	1	1
Transferencias de capital	153	152	185	186	220	227	215	207
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	30	25	26	25
Otras transferencias de capital	129	128	151	156	190	202	190	182
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	40	-132	-43	-41	-50	-55	-74	-65

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

### 3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro (cont.)

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2007	2008	2009	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III	2010 I- 2010 IV	2010 II- 2011 I	2010 III- 2011 II
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.066	8.274	8.024	8.099	8.147	8.199	8.268	8.331
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	961	947	895	915	933	941	957	959
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	9.027	9.221	8.919	9.014	9.080	9.140	9.225	9.290
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
Remuneración de los asalariados	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.068	1.048	997	1.015	1.035	1.038	1.055	1.060
Rentas de la propiedad	3.701	3.858	2.924	2.736	2.740	2.788	2.821	2.902
Intereses	2.098	2.326	1.554	1.380	1.360	1.372	1.401	1.447
Otras rentas de la propiedad	1.603	1.532	1.370	1.356	1.380	1.415	1.420	1.455
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.144	1.153	1.034	1.040	1.047	1.058	1.075	1.084
Cotizaciones sociales	1.596	1.668	1.673	1.681	1.688	1.698	1.708	1.717
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.577	1.648	1.766	1.798	1.805	1.812	1.816	1.821
Otras transferencias corrientes	648	673	672	668	665	662	661	664
Primas netas de seguros no vida	184	189	183	182	181	181	179	179
Derechos de seguros no vida	181	185	179	178	177	176	175	175
Otras	282	299	309	308	307	305	306	310
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	786	559	270	280	291	303	324	346
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	168	161	195	197	232	239	228	218
Impuestos sobre el capital	24	24	34	30	30	25	26	25
Otras transferencias de capital	144	137	161	167	202	214	202	193
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>								

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.3 Hogares

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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



**3.4 Sociedades no financieras**

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

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

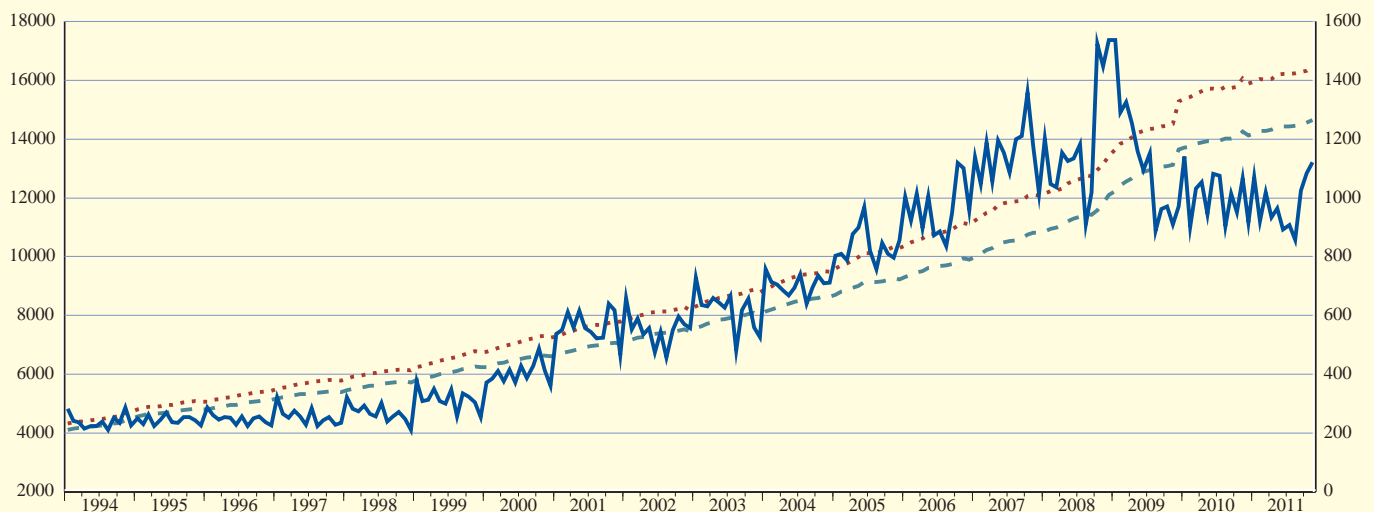
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			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 <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
<b>Total</b>												
2010 Nov	16.457,7	993,0	183,2	14.266,7	954,0	202,1	16.063,0	1.067,0	234,7	4,3	156,2	5,5
2010 Dic	16.294,1	876,6	-162,2	14.120,4	843,9	-144,9	15.879,3	916,4	-176,9	3,6	-57,0	4,5
2011 Ene	16.370,0	1.005,0	75,1	14.193,3	954,5	72,2	15.952,5	1.070,7	91,8	3,7	78,1	5,0
2011 Feb	16.469,4	866,8	100,3	14.284,4	813,9	92,2	16.044,6	920,2	98,0	4,1	47,7	4,1
2011 Mar	16.468,2	978,7	-0,9	14.275,9	911,8	-8,2	16.021,1	1.019,8	1,0	3,4	10,5	3,5
2011 Abr	16.489,6	889,1	22,0	14.324,0	850,3	48,7	16.048,2	934,9	52,1	3,2	26,2	3,3
2011 May	16.592,8	922,5	101,6	14.416,6	865,9	90,9	16.196,6	963,7	118,1	3,6	41,6	1,8
2011 Jun	16.623,8	848,3	30,9	14.439,0	796,4	22,3	16.213,8	893,3	22,9	3,9	49,0	3,2
2011 Jul	16.745,8	852,7	-31,3	14.428,7	824,9	-10,9	16.225,3	906,8	-11,7	3,7	13,8	2,4
2011 Ago	16.774,4	805,8	28,9	14.459,5	771,8	31,0	16.232,8	857,7	18,7	3,2	47,4	2,4
2011 Sep	16.813,3	1.001,1	37,8	14.472,3	925,7	13,1	16.285,5	1.026,2	15,1	3,3	67,6	3,1
2011 Oct	.	.	.	14.550,6	992,0	79,0	16.328,8	1.085,1	69,4	3,4	59,2	3,5
2011 Nov	.	.	.	14.645,9	1.009,4	93,0	16.455,9	1.121,0	96,2	2,5	7,3	3,1
<b>A largo plazo</b>												
2010 Nov	14.898,4	337,5	146,7	12.798,1	321,0	161,6	14.386,8	359,5	186,8	4,8	111,3	5,5
2010 Dic	14.856,7	186,8	-39,1	12.774,2	179,6	-21,3	14.339,4	193,8	-41,1	4,8	19,4	5,6
2011 Ene	14.920,1	308,9	64,9	12.823,2	278,0	50,5	14.386,7	320,1	67,4	4,8	97,2	6,2
2011 Feb	15.025,6	284,3	105,7	12.918,3	253,2	95,5	14.474,3	285,2	92,1	5,0	42,8	5,6
2011 Mar	15.036,6	305,4	11,6	12.936,0	269,2	18,2	14.468,2	303,5	15,6	4,3	21,2	5,1
2011 Abr	15.089,5	302,7	53,1	13.000,2	278,4	64,5	14.514,4	308,9	67,8	4,3	48,4	4,8
2011 May	15.165,6	275,8	75,0	13.067,9	243,4	66,5	14.620,1	266,4	80,2	4,5	14,8	3,4
2011 Jun	15.216,9	255,5	50,8	13.117,4	224,3	49,0	14.668,6	253,1	52,0	4,6	42,2	3,7
2011 Jul	15.345,5	203,1	-21,1	13.105,9	191,7	-13,8	14.678,1	213,3	-13,4	4,4	25,3	2,7
2011 Ago	15.338,8	120,6	-6,4	13.105,0	112,0	-1,0	14.658,1	122,0	-9,6	4,0	28,4	2,5
2011 Sep	15.335,0	228,0	-3,4	13.099,2	189,8	-5,3	14.693,2	213,9	2,3	4,0	49,1	2,9
2011 Oct	.	.	.	13.179,0	251,1	81,7	14.739,6	268,2	70,2	4,0	74,2	3,2
2011 Nov	.	.	.	13.262,6	189,6	81,7	14.855,2	210,2	88,5	3,3	5,6	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 <sup>1)</sup>						
	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	15.287	5.371	3.226	803	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.879	5.246	3.296	851	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2010 IV	15.879	5.246	3.296	851	5.932	554	978	566	110	63	206	32
2011 I	16.021	5.348	3.260	825	6.024	564	1.004	592	89	59	220	43
II	16.214	5.364	3.254	833	6.167	597	931	551	85	60	192	43
III	16.285	5.425	3.239	855	6.160	607	930	579	78	60	180	33
2011 Ago	16.233	5.393	3.231	847	6.165	597	858	572	57	52	145	32
Sep	16.285	5.425	3.239	855	6.160	607	1.026	633	92	65	202	34
Oct	16.329	5.412	3.269	860	6.181	607	1.085	627	144	86	197	31
Nov	16.456	5.453	3.283	870	6.229	621	1.121	729	104	63	181	45
	A corto plazo											
2009	1.639	733	90	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.540	572	122	67	724	54	758	534	34	57	115	19
2010 IV	1.540	572	122	67	724	54	716	484	38	52	117	25
2011 I	1.553	618	113	71	700	52	701	462	41	49	118	30
II	1.545	582	124	72	702	65	654	440	31	51	102	32
III	1.592	613	113	83	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 Ago	1.575	604	117	82	707	64	736	516	41	51	104	24
Sep	1.592	613	113	83	712	72	812	555	54	56	120	28
Oct	1.589	625	109	83	703	70	817	544	68	73	109	24
Nov	1.601	651	108	82	686	74	911	665	66	54	95	31
	A largo plazo <sup>2)</sup>											
2009	13.648	4.638	3.136	731	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.339	4.674	3.174	784	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2010 IV	14.339	4.674	3.174	784	5.207	499	262	83	72	11	89	8
2011 I	14.468	4.730	3.148	754	5.325	512	303	130	48	10	102	13
II	14.669	4.781	3.130	761	5.465	532	276	111	54	9	90	12
III	14.693	4.812	3.126	772	5.448	535	183	67	36	7	66	7
2011 Ago	14.658	4.789	3.113	765	5.458	533	122	56	17	1	41	8
Sep	14.693	4.812	3.126	772	5.448	535	214	78	38	9	82	6
Oct	14.740	4.788	3.160	777	5.478	537	268	84	76	13	88	7
Nov	14.855	4.802	3.175	788	5.544	547	210	64	38	9	85	13
	del cual: a tipo fijo											
2009	8.816	2.563	1.043	598	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.481	2.634	1.103	670	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2010 IV	9.481	2.634	1.103	670	4.697	377	142	43	19	11	65	5
2011 I	9.640	2.700	1.111	655	4.787	387	195	78	12	8	87	9
II	9.865	2.743	1.144	665	4.912	401	173	62	20	8	74	8
III	9.887	2.773	1.150	677	4.887	400	112	35	8	6	58	5
2011 Ago	9.850	2.748	1.143	671	4.889	399	67	27	4	0	31	5
Sep	9.887	2.773	1.150	677	4.887	400	144	47	10	8	75	3
Oct	9.891	2.758	1.145	682	4.903	403	132	48	4	11	66	4
Nov	9.971	2.764	1.146	691	4.962	407	117	28	7	9	64	8
	del cual: a tipo variable											
2009	4.382	1.786	2.016	123	372	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.387	1.760	1.966	108	432	121	78	34	29	1	10	4
2010 IV	4.387	1.760	1.966	108	432	121	102	33	44	1	22	2
2011 I	4.335	1.741	1.920	94	458	123	87	42	29	1	11	4
II	4.303	1.765	1.841	91	477	129	82	42	22	1	13	4
III	4.301	1.767	1.819	90	491	133	56	26	21	0	5	3
2011 Ago	4.292	1.765	1.816	90	490	132	41	22	8	0	8	3
Sep	4.301	1.767	1.819	90	491	133	55	26	24	0	3	3
Oct	4.343	1.754	1.863	90	503	133	121	27	70	2	20	3
Nov	4.371	1.762	1.873	92	507	138	80	28	27	1	19	5

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

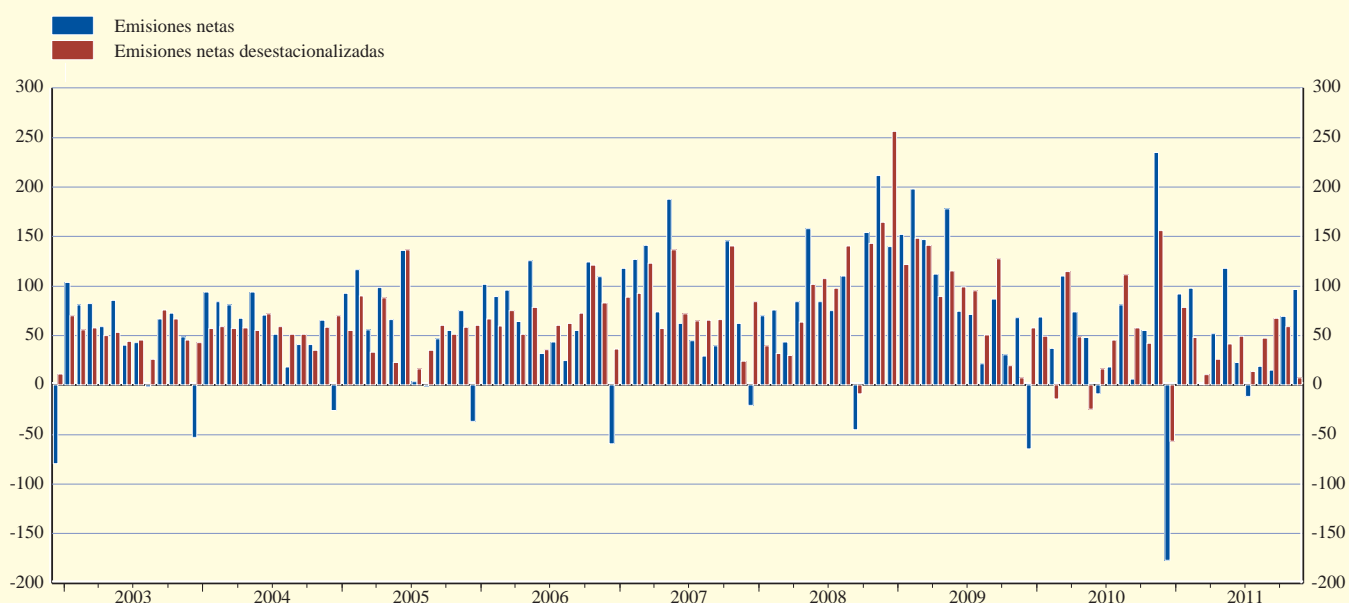
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	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	
<b>Total</b>												
2009	89,6	10,2	21,7	8,6	44,9	4,2	89,4	10,1	21,6	8,3	45,2	4,2
2010	45,6	-1,2	4,8	5,0	31,6	5,3	45,4	-1,4	5,0	5,0	31,8	5,1
2010 IV	37,7	-19,9	25,5	1,5	22,9	7,7	47,0	-4,5	-1,4	4,3	44,0	4,6
2011 I	63,6	43,0	-20,4	4,2	32,5	4,3	45,5	24,0	-3,9	2,7	16,7	5,9
II	64,4	4,9	-1,9	2,8	47,5	11,0	39,0	0,5	-7,0	-0,2	34,2	11,5
III	7,4	12,6	-8,0	4,5	-3,8	2,0	42,9	20,1	7,3	6,3	5,6	3,7
2011 Ago	18,7	27,2	-24,3	1,3	4,8	9,6	47,4	33,3	-18,0	8,4	10,1	13,6
Sep	15,1	13,6	0,6	3,5	-8,9	6,3	67,6	31,9	42,5	4,8	-20,2	8,6
Oct	69,4	1,5	34,2	8,3	23,2	2,2	59,2	9,4	12,9	7,4	35,1	-5,7
Nov	96,2	25,6	8,0	6,4	45,1	11,2	7,3	18,1	-35,2	5,6	8,1	10,7
<b>A largo plazo</b>												
2009	90,2	14,9	24,7	12,8	33,0	4,8	90,3	15,1	24,6	12,8	33,0	4,8
2010	54,1	1,8	2,1	5,4	41,3	3,5	54,5	1,9	2,3	5,4	41,4	3,5
2010 IV	70,4	-5,3	16,4	3,0	53,1	3,3	65,6	8,2	-8,7	4,4	58,8	2,9
2011 I	58,4	27,4	-16,6	2,3	40,5	4,9	53,7	17,1	-1,6	2,5	31,2	4,6
II	66,6	16,6	-5,6	2,4	46,7	6,5	35,1	5,5	-9,9	-0,6	35,1	5,0
III	-6,9	2,8	-4,3	0,9	-6,9	0,6	34,3	10,7	9,5	2,3	9,1	2,7
2011 Ago	-9,6	0,8	-21,9	-1,3	9,0	3,9	28,4	10,2	-13,0	4,6	20,9	5,7
Sep	2,3	6,9	5,2	2,6	-13,4	1,0	49,1	21,7	41,5	0,6	-16,9	2,2
Oct	70,2	-10,8	38,1	8,4	31,4	3,1	74,2	-3,9	21,2	9,4	45,2	2,3
Nov	88,5	1,4	8,6	6,7	63,4	8,4	5,6	5,7	-35,8	6,2	21,0	8,4

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

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



Fuente: BCE.

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

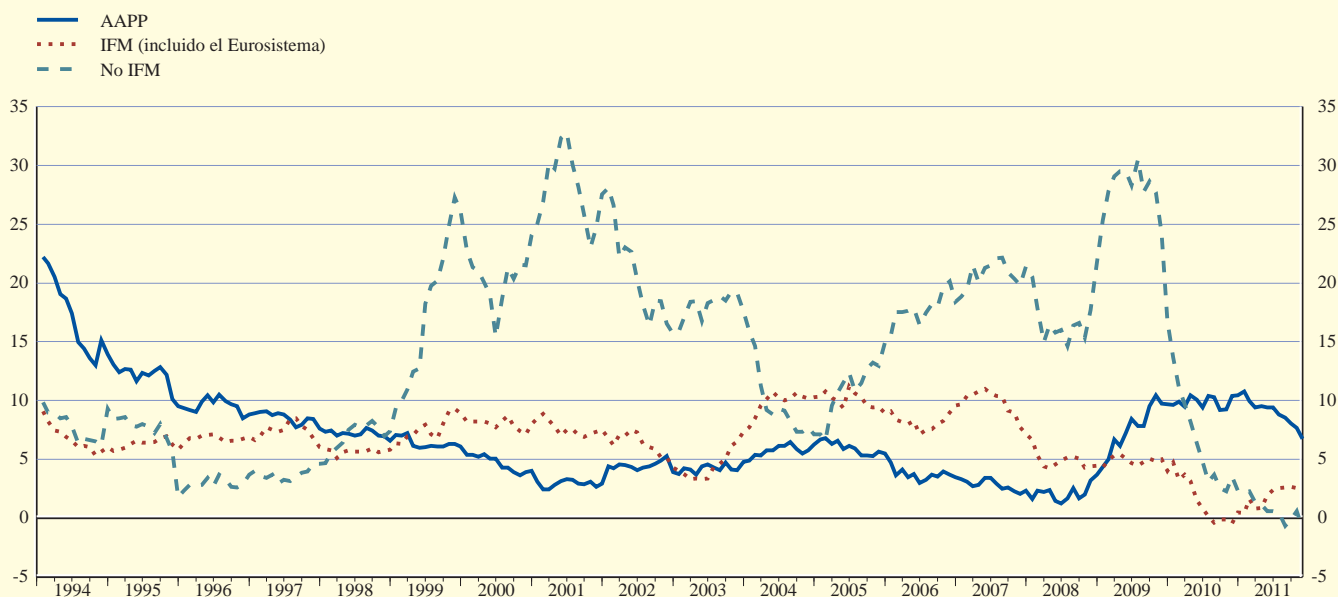
#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010 Nov	4,3	0,1	2,5	8,5	8,1	12,8	5,5	0,5	4,9	4,9	9,7	19,1
Dic	3,6	-0,3	1,8	7,5	7,0	13,2	4,5	0,6	3,2	6,8	8,0	13,3
2011 Ene	3,7	0,0	1,8	7,1	7,1	13,4	5,0	2,3	3,8	6,8	7,3	10,9
Feb	4,1	1,6	2,3	5,4	6,7	11,9	4,1	2,5	1,4	6,0	6,4	9,4
Mar	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,5	2,2	-1,0	5,2	6,3	12,1
Abr	3,2	0,4	1,2	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,7	2,5	5,3	12,3
May	3,6	1,7	0,4	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,0	3,7	2,7	15,8
Jun	3,9	1,8	0,5	4,2	6,5	16,1	3,2	2,8	-2,0	1,8	5,2	20,1
Jul	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,8	2,9	5,1	15,9
Ago	3,2	1,9	-1,2	5,2	5,6	15,3	2,4	1,2	-3,8	4,4	4,9	22,0
Sep	3,3	2,3	-0,4	4,8	5,1	14,2	3,1	2,3	0,1	4,4	4,0	16,8
Oct	3,4	2,9	0,0	4,7	4,7	12,9	3,5	2,9	0,8	6,9	4,2	12,9
Nov	2,5	3,1	-1,9	5,0	3,0	13,6	3,1	3,2	0,0	6,3	3,4	11,1
	A largo plazo											
2010 Nov	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	10,9	5,5	0,4	4,1	7,3	10,4	13,0
Dic	4,8	0,5	0,8	8,8	10,5	9,2	5,6	1,9	1,8	7,4	11,2	6,8
2011 Ene	4,8	0,4	0,8	8,0	11,0	8,3	6,2	3,7	2,0	7,4	10,9	7,5
Feb	5,0	1,7	1,3	6,4	10,1	8,6	5,6	4,1	0,2	6,0	10,0	8,5
Mar	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,0	5,1	3,3	-1,9	5,6	11,0	9,4
Abr	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,5	4,8	3,4	-1,5	4,0	10,0	8,7
May	4,5	2,0	-0,5	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,8	3,1	7,9	11,0
Jun	4,6	2,4	-0,3	4,4	9,4	9,4	3,7	2,9	-2,2	1,5	7,8	11,9
Jul	4,4	2,5	-0,5	4,7	8,7	9,8	2,7	1,4	-2,9	2,1	6,6	12,2
Ago	4,0	2,6	-1,8	4,4	8,4	10,2	2,5	1,1	-3,9	2,9	6,8	12,1
Sep	4,0	2,7	-1,0	3,4	7,9	9,4	2,9	2,1	-0,1	1,3	5,0	9,3
Oct	4,0	2,5	-0,1	3,5	7,6	8,7	3,2	1,7	1,4	3,1	5,3	8,5
Nov	3,3	2,7	-2,0	4,0	6,4	10,0	3,1	1,8	0,6	4,9	4,9	9,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

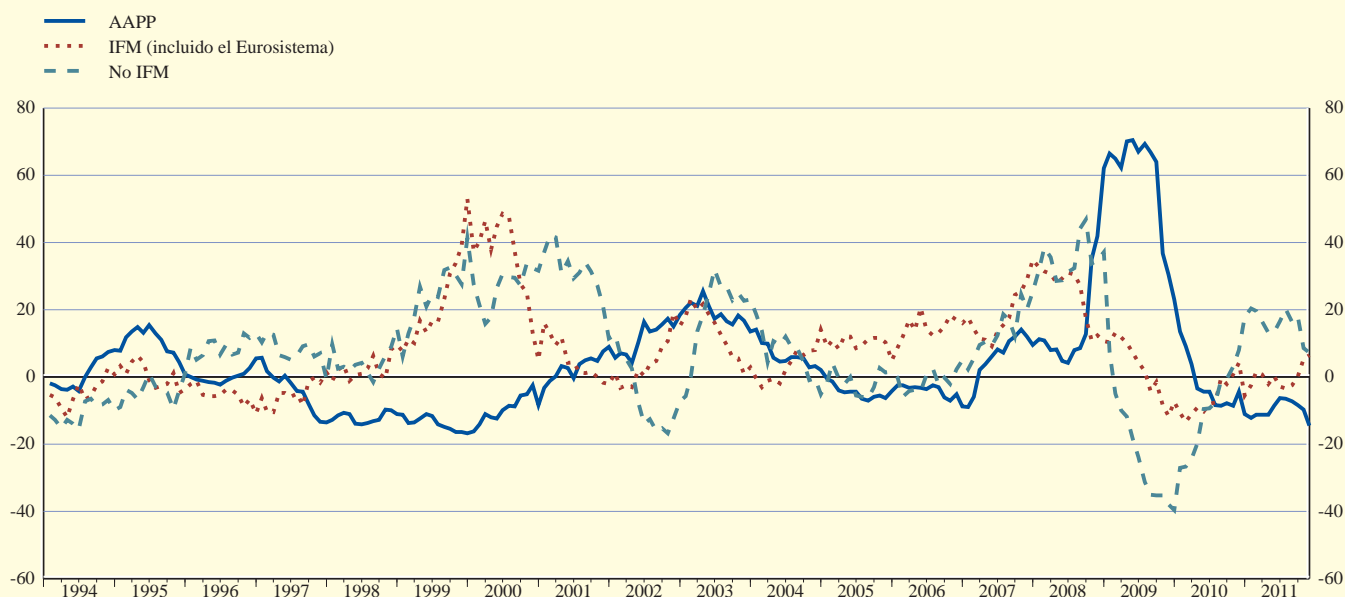
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

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

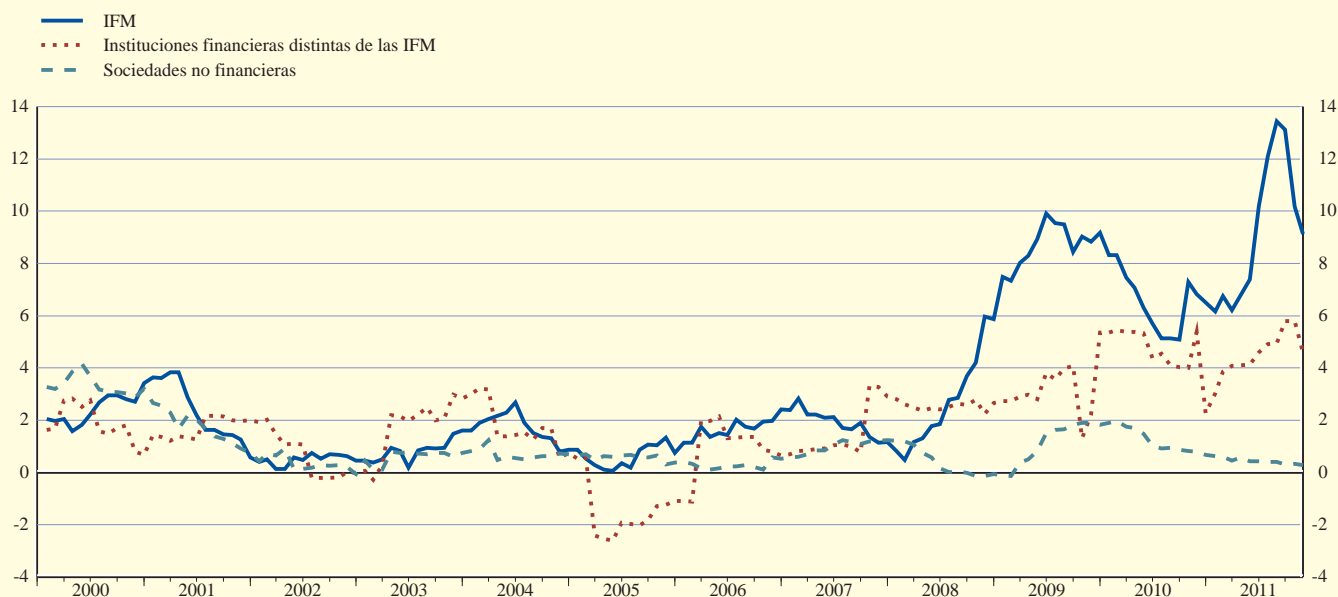
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Nov	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
Dic	4.410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.493,7	1,8
2010 Ene	4.242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,4	1,9
Feb	4.161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,0	2,0
Mar	4.474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.565,5	1,8
Abr	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,0	1,7
May	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,9	1,5
Jun	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.292,7	1,0
Jul	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,3	0,9
Ago	4.121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.327,5	0,9
Sep	4.345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.531,6	0,9
Oct	4.531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,1	0,8
Nov	4.413,3	104,4	1,8	437,8	6,8	316,6	5,4	3.658,9	0,8
Dic	4.596,2	104,4	1,4	458,4	6,5	334,0	2,3	3.803,8	0,7
2011 Ene	4.759,8	104,6	1,4	514,3	6,2	365,8	3,0	3.879,7	0,6
Feb	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,8	378,9	3,9	3.931,9	0,6
Mar	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,2	4,1	3.912,5	0,5
Abr	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,8	0,6
May	4.777,5	105,0	1,5	475,9	7,4	356,2	4,1	3.945,4	0,4
Jun	4.722,7	105,5	1,7	491,6	10,2	350,5	4,6	3.880,6	0,4
Jul	4.504,3	105,7	1,9	458,8	12,1	325,5	4,9	3.720,0	0,4
Ago	3.975,4	105,9	2,0	383,0	13,4	281,6	4,9	3.310,7	0,4
Sep	3.749,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,3	5,8	3.134,2	0,3
Oct	4.044,0	105,9	1,7	361,3	10,2	288,0	5,8	3.394,8	0,3
Nov	3.893,4	106,0	1,5	330,6	9,1	271,5	4,6	3.291,3	0,3

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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



#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

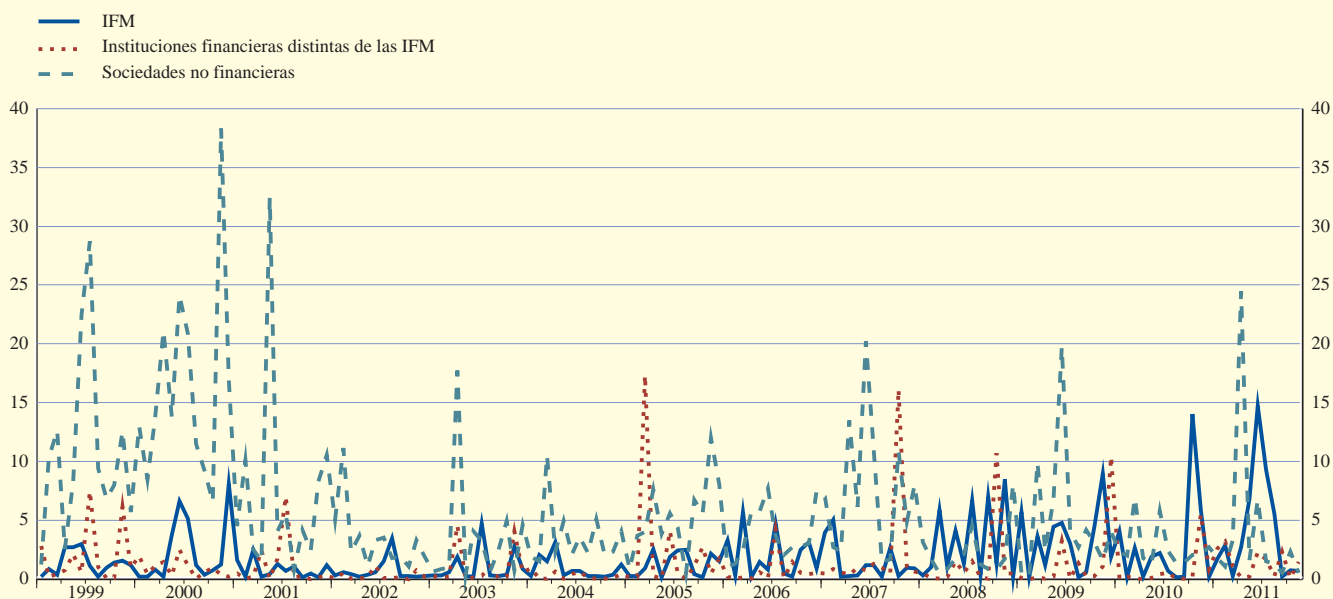
(mm de euros; valores de mercado)

#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2009 Nov	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
2009 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 Jul	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
2010 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
2010 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
2010 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
2010 Nov	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
2010 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
2011 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
2011 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
2011 Abr	27,3	18,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	24,5	18,5	6,0
2011 May	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
2011 Jun	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
2011 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
2011 Ago	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
2011 Sep	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
2011 Oct	3,1	0,4	2,7	0,7	0,0	0,7	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
2011 Nov	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0

#### G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

(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 <sup>2)</sup>		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 Dic	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07		
2011 Ene	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02		
Feb	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04		
Mar	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14		
Abr	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30		
May	0,49	2,52	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30		
Jun	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47		
Jul	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41		
Ago	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42		
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47		
Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,67	2,74	3,23	1,65		
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,80	1,96	0,67	1,46	2,60	2,84	1,62		

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo					Préstamos para adquisición de vivienda					Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			TAE <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo				TAE <sup>4)</sup>	Por fijación del tipo inicial			
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
						1					2				3
2010 Dic	8,02	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96	
2011 Ene	8,06	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08	
Feb	8,09	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30	
Mar	8,04	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43	
Abr	8,12	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53	
May	8,19	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60	
Jun	8,24	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62	
Jul	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60	
Ago	8,31	17,10	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
Sep	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
Oct	8,43	17,18	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
Nov	8,41	17,12	5,55	6,48	7,80	7,40	3,43	3,74	3,84	3,93	3,96	4,22	4,91	4,04	

### 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
2010 Dic	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,54	3,48
2011 Ene	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
Feb	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
Mar	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
Abr	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
May	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
Jun	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
Jul	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,88	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24
Ago	4,49	4,44	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06
Sep	4,55	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,74	3,63	3,64	3,74
Oct	4,60	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,55	3,85	3,89	3,60	3,71
Nov	4,61	4,76	5,15	4,98	5,10	4,66	4,26	2,81	3,69	3,51	3,92	3,60	3,71

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 <sup>1),\*</sup>**

(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 <sup>2)</sup>		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 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	1,80	3,09	1,59
Mar	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,85	3,13	1,65
Abr	0,46	2,40	2,73	1,65	1,90	0,61	1,94	3,12	1,72
May	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76
Jun	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93
Jul	0,52	2,54	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Oct	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov	0,55	2,69	2,80	1,80	1,96	0,67	2,17	3,16	2,24

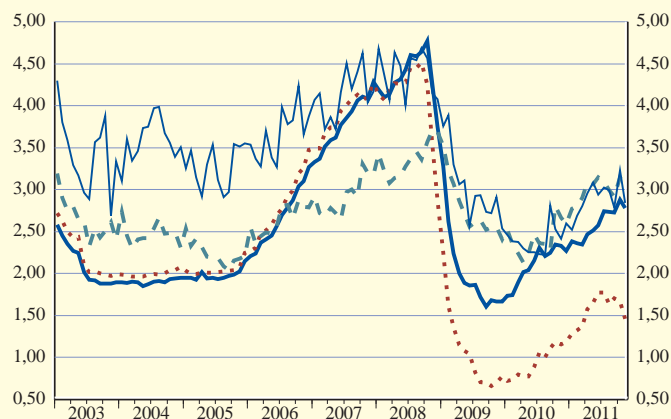
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	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 Dic	3,73	3,83	3,81	7,74	6,41	5,18	3,51	3,42	3,42
2011 Ene	3,70	3,80	3,80	7,85	6,40	5,18	3,59	3,44	3,42
Feb	3,68	3,81	3,82	7,88	6,43	5,20	3,64	3,47	3,46
Mar	3,72	3,80	3,84	7,92	6,40	5,20	3,68	3,49	3,48
Abr	3,82	3,78	3,84	7,94	6,43	5,23	3,78	3,60	3,53
May	3,81	3,78	3,85	7,96	6,38	5,24	3,84	3,65	3,56
Jun	3,87	3,78	3,86	7,95	6,45	5,28	3,93	3,73	3,63
Jul	4,03	3,79	3,90	8,03	6,42	5,30	4,00	3,80	3,69
Ago	4,06	3,78	3,89	8,07	6,42	5,31	4,06	3,84	3,72
Sep	4,13	3,80	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,74
Oct	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,18	3,87	3,74
Nov	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,90	3,75

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

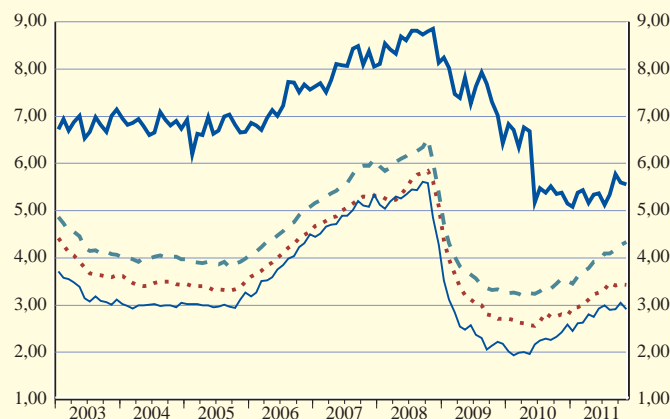
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- - De las sociedades no financieras, más de 2 años



**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.

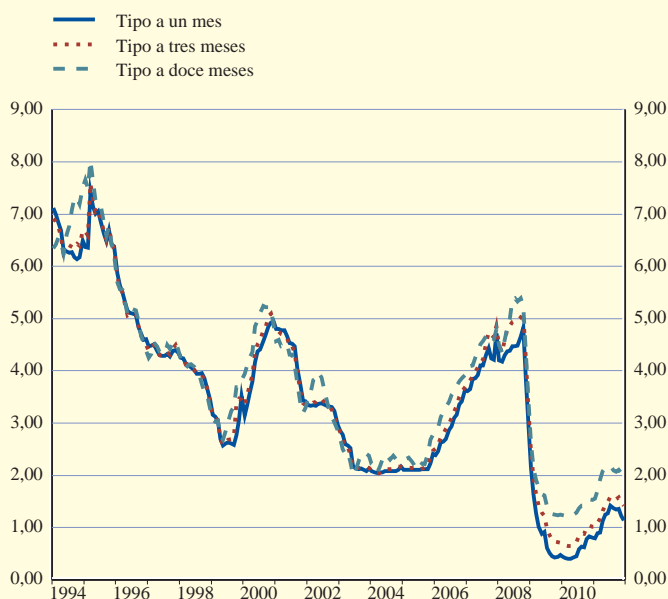
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2010 IV	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2011 I	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
II	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
III	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
IV	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2010 Dic	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 Ene	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
Feb	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
Mar	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
Abr	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
May	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20
Jun	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
Jul	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Ago	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sep	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Oct	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dic	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20

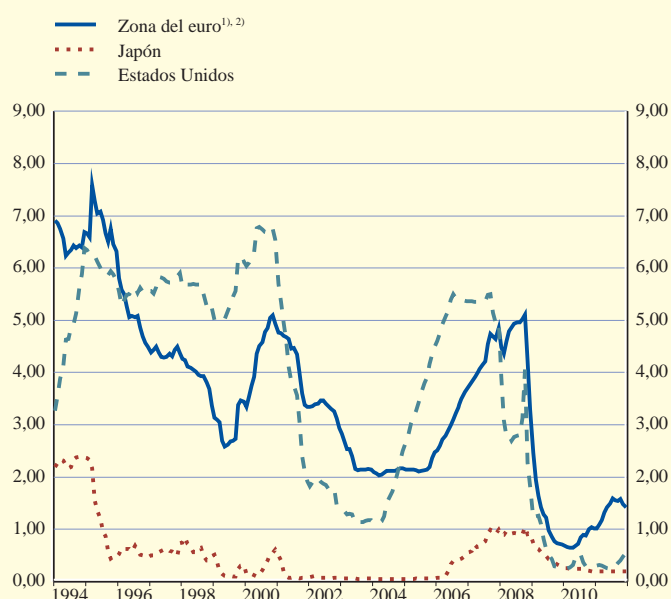
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(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 <sup>1)</sup>

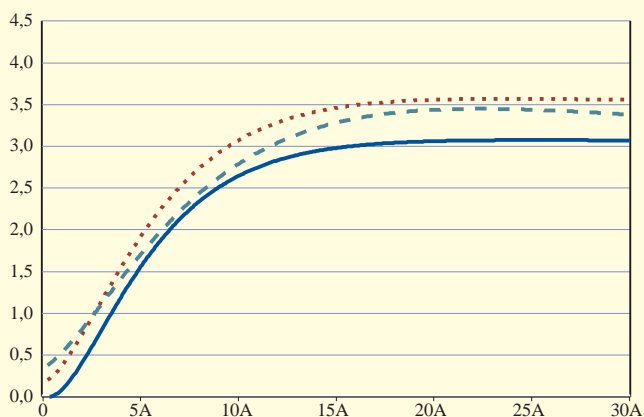
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2010 IV	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 I	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
II	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
III	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
IV	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
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
Feb	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
Mar	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
Abr	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
May	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51
Jun	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
Jul	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
Ago	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
Sep	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
Oct	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Nov	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Dic	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

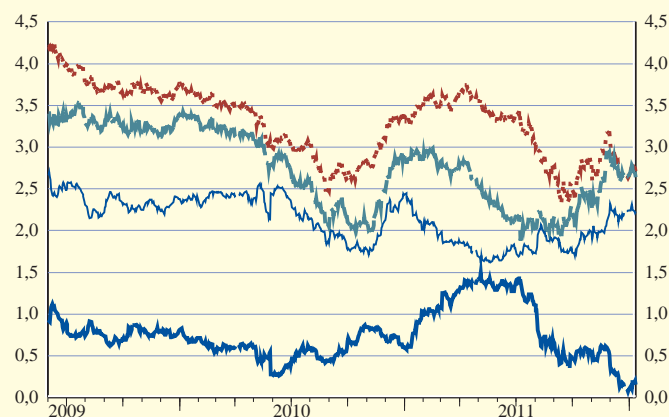
- Diciembre 2011
- ... Noviembre 2011
- - - Octubre 2011



#### G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro <sup>2)</sup>

(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.

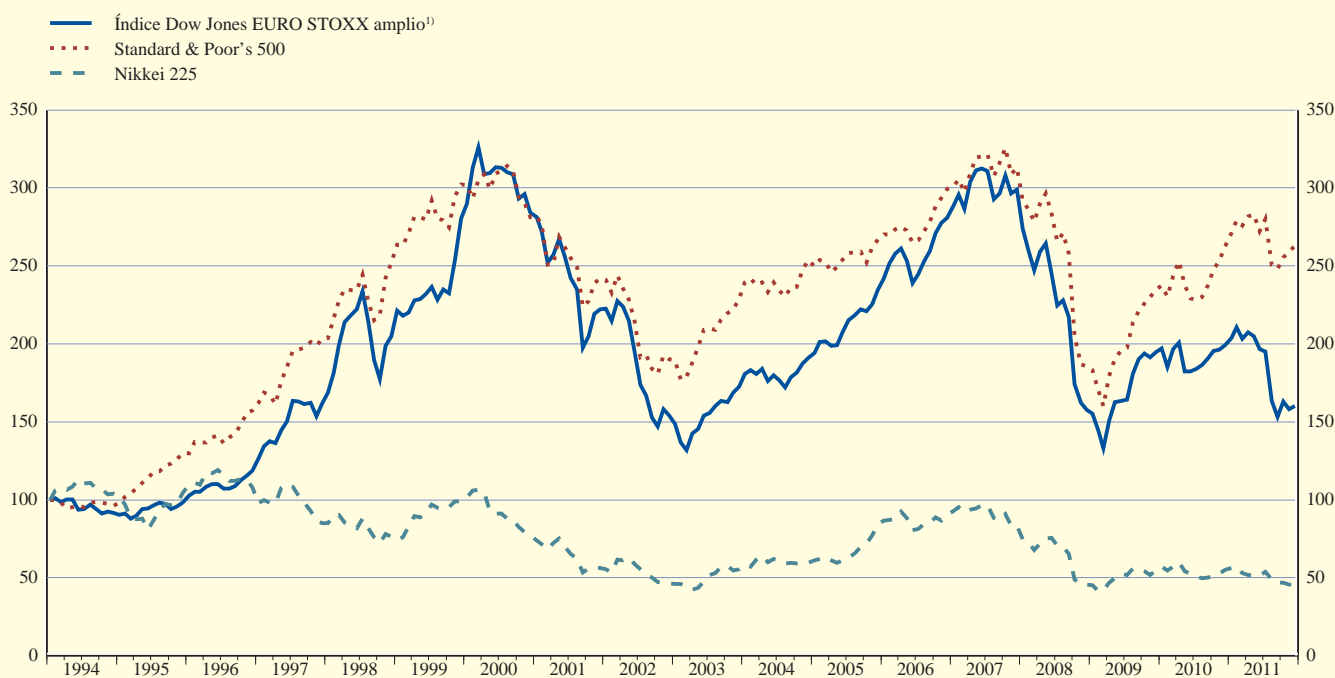
## 4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2010 IV	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2011 I	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
II	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
III	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
IV	222,4	2.277,8	427,1	142,1	327,1	295,5	117,2	296,6	201,8	256,5	320,3	432,4	1.225,7	8.580,6
2010 Dic	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 Ene	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
Feb	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3
Mar	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
Abr	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
May	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8
Jun	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5
Jul	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
Ago	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9
Sep	212,6	2.124,3	401,4	137,0	312,8	262,4	113,3	289,2	190,1	246,7	311,1	419,0	1.173,9	8.695,4
Oct	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6
Nov	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
Dic	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0

## 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 <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	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 III	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,0	0,5	1,7	2,0
IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,4	0,3	2,0	0,4	2,0	2,3
2011 I	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,8	0,4	-0,1	6,3	0,5	2,4	3,4
II	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,2	0,4	0,5	2,8	0,6	2,7	3,6
III	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
2011 Jul	112,4	2,5	1,5	2,9	2,0	0,0	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	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,2	0,2	2,4	3,4
Sep	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1	2,9	3,5
Oct	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,4	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6
Nov	114,0	3,0	2,0	3,9	1,9	0,2	0,2	0,4	0,1	0,7	0,1	3,0	3,5
Dic <sup>3)</sup>	.	2,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2009	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2010	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 III	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
IV	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5
2011 I	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
II	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
III	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 Jun	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1
Jul	2,7	3,1	2,0	3,5	0,9	10,9	1,9	1,5	3,4	-1,2	2,2	2,0
Ago	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0
Sep	2,7	3,6	1,1	3,1	0,0	11,8	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,2	2,1
Oct	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2
Nov	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0
Dic	3,4	4,3	1,9	4,1	1,3	12,3	1,7	1,3	2,9	-1,7	2,2	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía											Energía
		Total	Industria manufacturera	Bienes intermedios			Bienes de consumo						
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Total	Duradero	No duradero				
% 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	4,7	
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	1,6	
2010 III	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,3	
IV	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,4	
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	1,9	
II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	0,9	
III	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	.	
2011 Jun	118,4	5,9	5,4	4,1	6,3	1,3	3,4	1,8	3,7	10,7	-	-	
Jul	118,9	6,1	5,8	4,0	6,1	1,5	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-	
Ago	118,7	5,8	5,5	3,9	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-	
Sep	119,0	5,8	5,4	3,5	5,0	1,5	3,4	2,5	3,5	12,2	-	-	
Oct	119,2	5,5	5,0	3,2	4,1	1,5	3,4	2,5	3,5	12,3	-	-	
Nov	119,4	5,3	4,7	3,0	3,5	1,4	3,4	2,6	3,6	12,3	-	-	

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

	Precios del petróleo <sup>3)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB <sup>1)</sup>				Exportaciones <sup>6)</sup>	Importaciones <sup>6)</sup>
		Ponderados <sup>4)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>5)</sup> por el destino					Demanda interna					
		Total	Alimenticias	No alimenticias	Total	Alimenticias	No alimenticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
		1	2	3	4	5	6			7	8	9	10		
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0								
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,6	2,7	2,8	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,1	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,5	-3,3	-5,9
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,8	1,1	2,7	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,6	1,5	3,9	6,2
2011 I	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,1	2,3	2,5	0,6	2,0	4,7	7,7
II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,1	2,7	0,8	1,6	3,2	5,3
III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,5	1,3	2,2	2,6	0,8	1,6	2,8	4,8
IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	.	.	.	.	.	.	.	.
2011 Jul	81,7	7,6	18,7	2,9	9,5	15,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago	76,7	2,5	17,2	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Sep	79,8	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct	78,9	1,6	10,7	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov	81,4	-1,9	4,7	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	81,7	-6,7	-3,7	-8,1	-6,3	-2,5	-9,0	-	-	-	-	-	-	-	-

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

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

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

3) Brent (para entrega en un mes).

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

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

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



## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual)

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por ramas de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios <sup>1)</sup></b>												
2009	110,0	4,0	-0,6	8,9	5,4	5,3	-0,3	-2,7	-3,7	5,4	2,7	1,9
2010	109,1	-0,8	-1,4	-5,8	1,6	-1,9	-0,9	0,3	2,6	1,5	1,1	1,7
2010 IV	109,4	-0,3	-0,9	-4,0	0,0	-1,2	-0,2	0,9	2,8	2,2	1,3	2,0
2011 I	109,6	0,2	0,8	-1,4	0,0	-1,2	1,8	2,8	4,4	3,0	0,8	2,3
II	110,3	1,2	-0,1	0,6	0,1	0,0	3,2	3,7	3,5	3,2	0,6	3,3
III	110,2	1,3	-1,2	0,1	-0,8	1,7	3,6	1,5	3,3	3,1	0,8	3,6
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2009	109,8	1,4	1,2	-0,6	5,5	1,4	1,3	0,8	-0,4	0,9	2,7	1,7
2010	111,5	1,6	1,5	3,6	1,0	1,3	2,5	2,0	3,5	1,3	0,8	1,1
2010 IV	112,4	1,6	2,7	3,7	1,0	1,5	3,0	1,4	3,4	1,7	0,8	0,5
2011 I	113,4	2,4	4,4	4,4	4,5	2,0	2,1	2,0	2,4	2,7	1,2	1,2
II	114,0	2,5	3,4	4,7	2,6	1,8	2,4	3,1	2,3	2,7	1,3	2,1
III	114,2	2,4	3,4	3,2	2,9	2,3	2,7	2,9	3,6	2,7	1,6	2,1
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>2)</sup></b>												
2009	99,8	-2,5	1,8	-8,8	0,0	-3,6	1,6	3,6	3,4	-4,2	0,0	-0,2
2010	102,2	2,4	3,0	10,1	-0,6	3,3	3,5	1,8	1,0	-0,1	-0,3	-0,5
2010 IV	102,7	1,9	3,6	8,0	1,0	2,7	3,3	0,5	0,6	-0,4	-0,5	-1,4
2011 I	103,5	2,2	3,5	5,9	4,6	3,2	0,3	-0,8	-1,9	-0,2	0,4	-1,1
II	103,4	1,3	3,6	4,1	2,5	1,8	-0,7	-0,5	-1,2	-0,5	0,8	-1,2
III	103,6	1,0	4,7	3,1	3,7	0,6	-0,8	1,4	0,3	-0,3	0,7	-1,5
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2009	112,1	3,3	2,2	3,9	7,3	2,7	1,8	2,7	1,4	2,5	3,0	3,1
2010	113,3	1,0	-0,1	1,1	1,2	1,1	1,9	1,7	2,5	0,6	0,7	1,8
2010 IV	114,3	1,6	1,2	1,4	1,8	2,0	3,4	2,2	3,2	1,5	1,0	1,2
2011 I	114,7	1,8	-0,3	2,0	3,2	2,3	1,8	2,0	1,6	2,4	0,9	1,1
II	115,7	2,5	2,1	3,9	3,1	2,4	2,7	3,5	4,5	2,9	1,1	1,9
III	115,5	2,1	1,1	2,6	3,3	2,4	2,0	3,3	4,5	2,2	1,3	1,5
<b>Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>2)</sup></b>												
2009	102,2	-0,8	2,7	-4,9	1,6	-2,5	2,1	5,4	4,5	-2,9	0,3	1,2
2010	104,2	1,9	2,8	7,5	-0,8	2,8	3,0	1,2	-0,5	-0,8	-0,5	0,1
2010 IV	104,8	1,8	3,2	5,7	1,5	3,0	3,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7
2011 I	105,0	1,6	1,2	3,5	3,0	3,3	0,1	-1,0	-2,5	-0,3	0,1	-0,9
II	105,3	1,3	4,5	3,1	2,6	2,2	-0,7	-0,3	0,6	-0,2	0,5	-1,1
III	105,2	0,8	5,7	2,4	3,2	0,4	-1,7	1,6	0,8	-0,7	0,5	-2,3

### 5. Índices de costes laborales <sup>3)</sup>

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			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	2,7	2,6	3,0	3,0	3,7	2,4	2,6
2010	104,3	1,6	1,5	1,9	1,0	1,8	1,8	1,7
2010 IV	105,1	1,7	1,6	2,0	1,3	1,5	2,0	1,6
2011 I	106,2	2,5	2,3	3,3	2,4	1,9	2,6	1,8
II	107,2	3,2	3,3	3,7	4,2	2,5	2,9	1,9
III	107,4	2,7	2,6	3,2	2,9	2,5	2,7	2,1

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 <sup>1)</sup>			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>									
2007	9.030,2	8.897,4	5.050,0	1.805,3	1.965,3	76,7	132,8	3.749,6	3.616,8
2008	9.244,3	9.158,9	5.207,0	1.898,9	1.989,8	63,2	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.930,8	8.812,7	5.127,1	1.986,9	1.741,4	-42,7	118,1	3.273,6	3.155,5
2010	9.161,5	9.045,8	5.261,2	2.013,8	1.751,0	19,9	115,6	3.748,4	3.632,7
2010 III	2.300,7	2.268,3	1.319,4	504,3	440,7	3,9	32,4	958,8	926,4
IV	2.309,8	2.282,7	1.333,1	504,5	440,0	5,1	27,1	978,4	951,2
2011 I	2.337,7	2.315,1	1.342,5	507,6	451,3	13,6	22,6	1.009,7	987,0
II	2.350,8	2.321,9	1.346,5	507,5	453,3	14,6	28,9	1.024,6	995,7
III	2.362,6	2.327,0	1.354,3	508,3	453,2	11,1	35,7	1.042,4	1.006,7
<i>porcentaje del PIB</i>									
2010	100,0	98,7	57,4	22,0	19,1	0,2	1,3	-	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2010 III	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2	-	-	2,1	1,7
IV	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,4	-	-	1,5	1,3
2011 I	0,8	0,5	0,0	0,2	1,8	-	-	1,8	1,1
II	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,5
III	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-	-	1,2	0,8
<i>tasas de variación interanual</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,2
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,0	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,6	-0,6	-	-	11,5	9,7
2010 III	2,1	1,4	1,0	0,5	0,8	-	-	12,2	10,6
IV	2,0	1,5	1,1	-0,1	1,3	-	-	12,0	11,2
2011 I	2,4	1,6	0,9	0,5	3,6	-	-	10,4	8,5
II	1,6	0,7	0,2	0,1	1,6	-	-	6,8	4,6
III	1,3	0,4	0,0	0,0	1,3	-	-	5,8	3,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2010 III	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
IV	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	-	-
2011 I	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3	-	-
II	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	-	-
III	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2007	3,0	2,8	1,0	0,4	1,0	0,3	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,3	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-
2010 III	2,1	1,3	0,6	0,1	0,2	0,5	0,7	-	-
IV	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-
2011 I	2,4	1,6	0,5	0,1	0,7	0,3	0,8	-	-
II	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
III	1,3	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,9	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comun- nicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2007	8.071,4	144,0	1.650,2	538,6	1.550,5	352,6	393,8	889,7	821,5	1.449,8	280,7	958,8
2008	8.299,0	142,0	1.652,6	560,8	1.597,8	358,5	384,9	930,3	859,4	1.520,7	291,9	945,3
2009	8.037,8	125,5	1.465,4	537,3	1.517,8	360,5	427,3	904,4	817,8	1.581,9	300,1	893,0
2010	8.222,5	137,4	1.550,9	512,8	1.561,4	357,7	437,5	922,3	830,6	1.609,2	302,7	938,9
2010 III	2.063,8	35,0	390,3	128,5	392,2	89,6	109,9	231,9	208,9	401,8	75,6	236,9
IV	2.072,8	35,1	395,3	127,2	395,1	88,9	108,5	234,4	209,8	402,1	76,1	237,1
2011 I	2.096,0	36,7	402,4	130,9	401,6	88,8	108,1	234,9	210,8	405,2	76,6	241,7
II	2.107,8	37,0	406,0	130,3	404,2	88,7	107,6	238,7	212,3	406,6	76,4	243,0
III	2.119,8	35,7	412,1	130,5	405,1	88,7	109,2	240,7	213,3	407,4	77,1	242,8
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2010	100,0	1,7	18,9	6,2	19,0	4,4	5,3	11,2	10,1	19,6	3,7	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2010 III	0,4	-0,4	1,0	-0,8	1,1	0,2	-1,6	0,4	0,9	0,2	0,0	0,5
IV	0,3	0,6	1,3	-1,2	0,3	0,8	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2011 I	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-0,8	1,2	-0,2	1,0	0,3	0,0	1,0
II	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,3	0,5	0,1	-0,6	-0,4
III	0,1	0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2007	3,2	6,2	3,8	1,8	3,3	6,2	6,4	1,5	5,2	1,3	2,1	0,9
2008	0,6	2,1	-2,3	-1,2	1,1	2,7	1,0	1,2	1,8	2,0	1,5	-1,3
2009	-4,3	-0,4	-13,3	-6,8	-5,4	0,8	3,8	0,6	-6,6	1,4	0,9	-4,1
2010	2,0	2,1	6,6	-4,4	2,5	2,5	0,9	0,4	1,7	0,8	0,1	1,0
2010 III	2,1	1,2	6,2	-3,3	3,1	3,0	-1,0	0,7	2,4	0,8	0,1	2,1
IV	2,1	2,2	6,7	-2,9	2,9	2,7	-0,5	0,5	2,4	0,3	-0,5	1,3
2011 I	2,2	1,0	5,7	0,7	3,4	1,0	-0,9	0,5	3,0	0,6	-0,1	3,7
II	1,7	1,9	4,2	-0,8	2,7	0,5	-0,7	0,7	2,6	0,7	-0,9	1,0
III	1,4	2,6	3,5	-0,6	1,7	0,4	1,5	0,3	1,8	0,6	-0,6	0,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2010 III	0,4	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2011 I	0,7	0,0	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	-
II	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2007	3,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,5	-1,0	0,0	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,0	-
2010	2,0	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2010 III	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
IV	2,1	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 I	2,2	0,0	1,1	0,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
III	1,4	0,0	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total		Industria, excluida construcción									Construcción
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	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	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	0,0	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,2
2009	-13,6	90,8	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-7,8
2010	4,1	97,5	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,5	3,5	3,8	-8,1
2010 IV	4,5	100,1	8,0	8,4	8,5	7,9	13,9	3,0	2,0	3,1	4,9	-9,3
2011 I	4,6	101,0	6,6	8,2	8,2	9,0	13,2	1,4	2,9	1,2	-2,2	-2,3
II	2,2	101,3	4,2	5,4	5,4	4,3	9,4	2,2	1,0	2,4	-5,4	-5,0
III	3,6	101,9	4,0	4,8	4,9	3,8	9,8	0,9	1,9	0,8	-3,1	1,7
2011 May	3,3	101,5	4,3	5,9	6,1	4,5	10,7	2,6	1,2	2,7	-7,2	-0,4
Jun	-0,3	100,9	2,8	3,6	3,4	3,1	6,9	0,4	-2,7	0,9	-3,7	-11,0
Jul	4,0	101,7	4,3	5,1	5,2	4,2	11,7	-0,2	4,3	-0,7	-4,0	2,5
Ago	5,3	103,0	6,0	7,0	7,1	5,4	12,9	3,0	2,9	3,1	-2,1	2,3
Sep	1,8	101,0	2,2	2,8	2,9	2,2	5,9	0,2	-1,0	0,4	-3,1	0,6
Oct	0,4	100,8	1,0	1,8	1,7	0,3	4,8	0,3	-3,4	0,8	-4,9	-2,4
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2011 May	0,1	-	0,1	0,0	-0,1	-0,2	1,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,3	0,5
Jun	-1,3	-	-0,6	-1,1	-0,7	-0,8	1,5	-0,6	-2,6	-0,7	1,1	-1,2
Jul	1,6	-	0,8	0,7	0,9	0,6	2,9	-0,2	3,5	-0,7	0,2	1,7
Ago	1,0	-	1,3	1,5	1,1	1,4	2,3	0,9	-0,2	1,7	1,0	-0,2
Sep	-1,8	-	-2,0	-2,6	-1,6	-2,2	-3,9	-0,9	-3,5	-1,3	-1,6	-1,4
Oct	-0,4	-	-0,2	-0,1	-0,1	-0,9	0,9	0,1	-1,0	0,5	-0,7	-1,4

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, incluido combustible para vehículos de motor								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>1)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							Total (d.; miles) <sup>2)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total		Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación		Com- bustible		
					Calzado, vestido y confección					Artículos para el hogar				
% del total en 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	112,9	-5,6	116,9	1,4	2,4	103,1	-0,7	-1,8	-0,1	-1,9	-1,6	-1,5	891	-7,8
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,6	-2,5	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	-5,7	925	3,3
2010	102,7	17,6	105,3	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	-8,5
2010 IV	108,2	18,5	110,0	12,3	2,0	101,5	0,6	0,2	1,5	1,5	-0,1	-2,0	845	-11,0
2011 I	112,1	18,6	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,2	1,7	-1,3	868	-3,1
II	114,5	11,6	114,6	9,8	1,7	100,9	-0,5	-0,5	-0,1	1,7	-1,2	-3,6	825	-1,8
III	111,4	5,4	115,1	8,7	1,7	100,9	-0,5	-0,8	0,1	-2,3	-0,1	-4,2	823	2,9
2011 Jun	115,2	10,3	113,1	6,4	1,3	100,9	-0,8	-0,4	-0,7	1,1	-2,7	-3,9	824	-3,7
Jul	113,2	8,9	115,3	9,8	1,7	101,0	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,5	-5,4	816	2,3
Ago	115,0	6,0	116,5	10,2	2,1	101,1	-0,1	0,2	0,4	-1,1	-1,3	-2,9	822	6,1
Sep	106,0	1,6	113,4	6,6	1,5	100,5	-1,2	-0,1	-1,9	-8,4	-0,5	-4,2	832	1,3
Oct	107,9	1,5	113,5	4,8	1,8	100,6	-0,7	-0,3	-1,0	-4,1	-0,3	-4,5	821	-0,6
Nov	.	.	.	.	0,8	99,8	-2,5	-1,6	-3,0	.	.	.	825	-3,3
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2011 Jul	-	-1,7	-	2,0	0,3	-	0,2	-0,7	0,5	1,6	1,4	-0,5	-	-1,0
Ago	-	1,7	-	1,0	0,1	-	0,0	0,4	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,8
Sep	-	-7,8	-	-2,6	-0,4	-	-0,6	0,1	-0,9	-4,2	0,0	-0,8	-	1,2
Oct	-	1,8	-	0,1	0,6	-	0,1	0,1	0,3	2,1	0,1	-1,4	-	-1,3
Nov	-	.	-	.	-0,6	-	-0,8	-0,8	-0,7	.	.	.	-	0,5

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 13 y 14 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

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

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

## 5.2 Producto y demanda

(saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>2)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total <sup>4)</sup>	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 <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2011	101,5	0,3	-6,4	2,2	9,6	.	-14,3	-7,4	-18,0	23,0	-8,7
2010 IV	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,1	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 I	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,9	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
II	105,7	4,3	-1,3	-0,9	13,4	81,2	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9
III	98,8	-2,6	-8,5	4,5	5,3	80,3	-15,6	-7,3	-21,6	23,8	-9,6
IV	94,0	-6,9	-14,1	7,1	0,6	.	-20,5	-9,5	-28,4	33,6	-10,2
2011 Jul	103,0	0,9	-4,7	2,5	9,8	80,8	-11,2	-6,0	-14,2	16,1	-8,3
Ago	98,4	-2,7	-9,0	5,0	5,9	-	-16,5	-7,2	-23,4	25,5	-10,0
Sep	95,0	-5,9	-11,9	6,1	0,3	-	-19,1	-8,8	-27,2	29,8	-10,6
Oct	94,8	-6,5	-13,0	6,6	0,2	79,7	-19,9	-8,9	-28,6	32,5	-9,4
Nov	93,8	-7,1	-13,7	7,3	-0,4	-	-20,4	-9,1	-28,9	33,7	-9,7
Dic	93,3	-7,1	-15,7	7,5	1,9	-	-21,1	-10,5	-27,6	34,6	-11,6

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

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 <sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2010	146.433	125.205	21.228	5.087	23.079	10.302	35.740	3.959	4.142	1.289	17.595	34.497	10.743
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2010	100,0	85,5	14,5	3,5	15,8	7,0	24,4	2,7	2,8	0,9	12,0	23,6	7,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2008	0,8	1,0	-0,3	-1,8	0,2	-2,2	0,9	1,0	0,3	1,3	3,3	1,2	1,2
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,0	-6,8	-1,8	-0,8	0,1	-2,7	-2,5	1,4	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-3,2	-3,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	1,8	1,1	0,7
2010 IV	0,1	0,2	-0,7	-1,4	-1,2	-3,9	0,2	-0,6	-1,0	-0,2	2,8	0,8	1,0
2011 I	0,2	0,4	-0,9	-2,5	-0,2	-3,8	0,3	0,7	0,0	2,5	3,2	0,3	1,0
II	0,4	0,6	-0,8	-1,6	0,1	-3,2	0,9	1,2	-0,1	1,9	3,2	-0,1	0,4
III	0,3	0,5	-1,1	-2,0	0,4	-4,1	1,1	1,2	0,1	0,0	2,1	-0,1	0,9
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2010 IV	0,1	0,2	-0,3	-0,3	0,1	-1,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,4
2011 I	0,1	0,1	0,0	-1,6	0,2	-1,2	0,0	1,0	0,5	1,7	0,9	-0,2	0,4
II	0,2	0,3	-0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,9	-0,1	-0,1
III	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,0	-1,6	0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>nivel (millones)</i>													
2010	231.190	185.633	45.556	10.516	36.433	18.211	60.091	6.363	6.521	1.974	26.791	49.145	15.145
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2010	100,0	80,3	19,7	4,5	15,8	7,9	26,0	2,8	2,8	0,9	11,6	21,3	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
2008	0,8	1,2	-0,7	-2,1	-0,4	-2,5	1,0	1,6	1,6	1,3	3,5	1,6	1,6
2009	-3,4	-3,6	-2,8	-3,1	-8,9	-8,3	-2,9	-1,3	-1,5	-3,7	-3,8	1,1	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,2	-0,7	-0,9	-3,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,9	2,5	1,3	0,1
2010 IV	0,1	0,3	-0,5	-1,0	1,0	-4,4	-0,1	-1,0	-1,3	0,9	2,8	0,6	0,3
2011 I	0,8	1,0	-0,1	-0,2	2,1	-2,3	0,1	0,9	0,1	3,1	3,3	0,5	0,8
II	0,3	0,6	-0,7	-2,5	1,0	-3,4	0,5	1,2	-0,4	0,0	2,9	0,1	0,2
III	0,6	0,8	-0,3	-2,9	1,1	-3,7	1,2	2,1	-0,2	-0,4	2,5	0,1	1,8
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2010 IV	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-1,7	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,5	-0,2	0,3
2011 I	0,6	0,7	0,2	-0,7	0,7	0,2	0,5	1,4	1,1	1,0	1,5	0,3	0,7
II	-0,1	0,0	-0,6	-0,4	-0,1	-1,1	0,2	0,3	-0,5	-1,7	0,3	0,0	-0,7
III	0,1	0,2	0,1	-1,6	0,2	-1,1	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,1	1,4
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2010	1.579	1.483	2.146	2.067	1.579	1.768	1.681	1.607	1.575	1.531	1.523	1.425	1.410
<i>tasas de variación interanual</i>													
2008	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,1	0,7	1,3	0,0	0,2	0,4	0,4
2009	-1,7	-1,8	-1,0	-0,9	-4,1	-1,6	-1,2	-0,5	-1,6	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
2010	0,5	0,5	0,5	0,2	2,4	0,2	0,4	0,5	0,6	1,4	0,6	0,1	-0,6
2010 IV	0,0	0,1	0,1	0,4	2,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,2	-0,7
2011 I	0,5	0,6	0,7	2,4	2,3	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,1	0,3	-0,2
II	-0,1	0,0	0,1	-0,9	0,9	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-1,8	-0,3	0,2	-0,1
III	0,3	0,2	0,8	-0,9	0,7	0,5	0,1	0,9	-0,3	-0,4	0,4	0,3	0,9
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2010 IV	3,1	3,6	1,5	-2,7	4,6	0,6	3,0	3,9	4,0	2,4	6,0	3,3	2,0
2011 I	0,6	0,8	-0,8	-1,7	0,5	0,3	0,4	1,0	1,9	0,7	0,2	1,7	0,6
II	-2,2	-3,0	1,3	4,2	-2,7	0,6	-2,0	-4,1	-4,1	-3,8	-3,9	-3,5	-1,4
III	-1,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	0,3	-1,5	0,6	-1,6	-1,3	-0,3

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

### 5.3 Mercado de trabajo

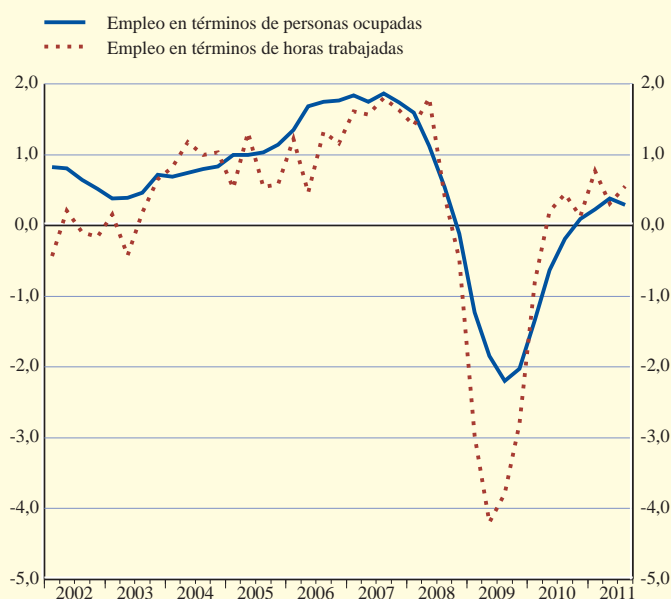
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

#### 2. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

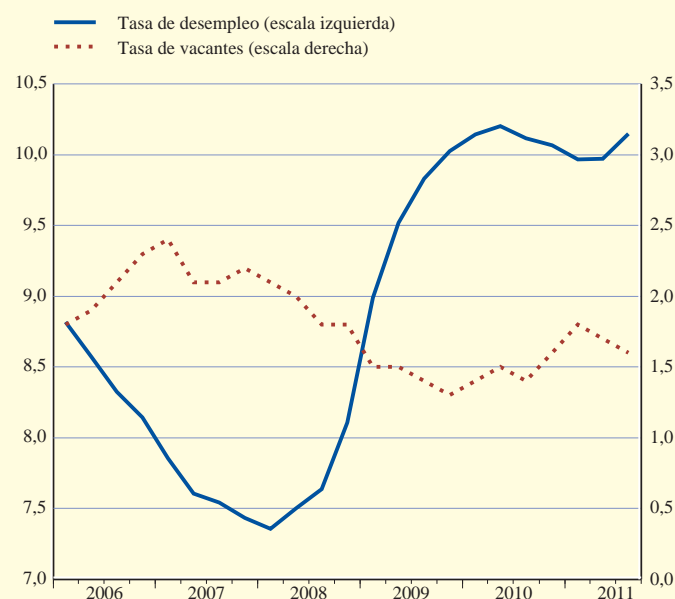
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,783	7,6	9,186	6,7	2,597	15,5	5,810	6,7	5,973	8,7	2,2
2008	11,973	7,6	9,294	6,6	2,678	16,0	6,049	7,0	5,923	8,5	1,9
2009	15,049	9,6	11,765	8,4	3,284	20,3	8,143	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,926	10,1	12,655	8,9	3,271	20,9	8,592	10,0	7,334	10,3	1,5
2010 III	15,897	10,1	12,657	8,9	3,241	20,8	8,555	9,9	7,342	10,3	1,4
IV	15,826	10,1	12,638	8,9	3,188	20,6	8,455	9,8	7,371	10,4	1,6
2011 I	15,671	10,0	12,497	8,8	3,174	20,6	8,340	9,7	7,331	10,3	1,8
II	15,728	10,0	12,553	8,8	3,175	20,6	8,369	9,7	7,359	10,3	1,7
III	16,037	10,1	12,810	9,0	3,227	20,9	8,496	9,8	7,541	10,5	1,6
2011 Jun	15,787	10,0	12,609	8,9	3,179	20,6	8,378	9,7	7,409	10,3	-
Jul	15,928	10,1	12,733	8,9	3,195	20,7	8,446	9,8	7,482	10,4	-
Ago	15,984	10,1	12,781	9,0	3,202	20,8	8,457	9,8	7,527	10,5	-
Sep	16,198	10,2	12,915	9,1	3,283	21,1	8,585	9,9	7,613	10,6	-
Oct	16,327	10,3	13,000	9,1	3,327	21,4	8,720	10,1	7,607	10,6	-
Nov	16,372	10,3	12,978	9,1	3,394	21,7	8,699	10,0	7,673	10,7	-

#### G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2)</sup>



Fuente: Eurostat.

- Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 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.
- Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

## 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
		Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleados		Ventas	Impuest. sobre el capital			
								Empleadores	Asalariados					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

### 2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>		
		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
													Pagadas por inst. de la UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Admone. Centrales	Admone. Regionales	Admone. Locales	Admone. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6

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

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

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

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



## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

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

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

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

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

### 3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2007	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

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

- 1) 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.
- 2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

## 6.3 Variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	IFM		Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,3	-0,5	0,0	2,4	
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6	
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0	
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6	
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0	
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6	
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2	
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3	
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3	

### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

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

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-17 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

## 6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2005 II	44,7	44,0	11,8	12,9	15,2	2,3	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,6	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
IV	48,7	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 I	42,5	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
II	45,7	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
III	43,6	43,0	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,6
2007 I	42,2	41,8	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,2
II	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
III	43,6	43,2	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,7
IV	49,3	48,7	14,8	13,9	15,8	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 I	42,4	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
III	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,5	42,3	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,1
II	45,2	44,6	11,8	12,4	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
III	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
IV	48,6	47,7	13,0	13,7	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,6
2010 I	42,1	41,9	10,1	12,0	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	37,9
II	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
III	42,9	42,5	10,9	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,4	47,7	13,2	13,5	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,5	42,3	10,5	12,3	15,3	2,5	0,9	0,3	0,3	38,3
II	44,9	44,6	11,9	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,0

### 2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	Total 2	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subven- ciones 8	Inversión 9	Transf. de capital 11			
2005 II	46,5	43,0	10,3	5,0	3,2	24,6	21,3	1,1	3,5	2,4	1,1	-1,8	1,4
III	45,7	42,2	9,9	4,8	3,0	24,5	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
IV	49,6	45,1	11,3	5,8	2,8	25,2	21,7	1,3	4,6	2,8	1,7	-0,9	1,8
2006 I	45,8	42,5	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,3
II	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
III	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,5	2,6	1,0	-1,7	1,2
IV	49,5	44,4	10,8	5,8	2,7	25,1	21,4	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,4	2,3
2007 I	44,8	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,6	0,3
II	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,0	3,3	2,5	0,9	0,8	4,0
III	44,6	41,1	9,6	4,8	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
IV	49,3	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,3	1,4	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 I	45,4	41,9	9,9	4,7	3,0	24,4	20,7	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
II	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,7	2,6
III	45,7	42,1	9,8	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
IV	51,4	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,3	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,6	0,3
2009 I	49,6	45,8	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
II	50,7	46,6	11,1	5,6	3,0	26,9	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,6	-2,5
III	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
IV	54,3	49,2	11,8	6,5	2,6	28,3	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,7	-3,1
2010 I	50,5	46,7	10,7	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,2	1,5	-8,4	-5,6
II	49,6	46,1	10,9	5,6	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
III	50,3	45,1	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,6	-7,5	-4,7
IV	53,2	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	5,0	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,5	45,5	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,2	3,0	2,1	0,9	-6,0	-3,2
II	48,5	45,3	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,7	-0,6

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero <sup>2)</sup>

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2008 III	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
IV	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 I	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
II	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
III	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
IV	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 I	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
II	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
III	82,9	2,4	13,3	8,2	59,1
IV	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 I	86,1	2,4	15,1	7,6	60,9
II	86,9	2,4	14,9	7,6	62,0

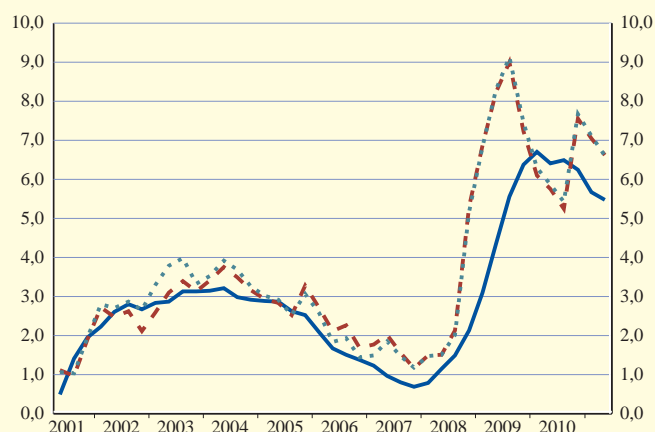
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9		Otros 10
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7	Acciones y otras participaciones 8			
2008 III	2,0	-2,4	-0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,3	0,6	0,4	-0,2	1,6
IV	9,2	-2,6	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 I	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
II	9,1	-5,6	3,5	3,2	2,3	-0,6	0,2	1,2	-0,4	0,8	9,5
III	5,0	-7,2	-2,3	-2,9	-3,2	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,4	4,7
IV	2,4	-5,7	-3,3	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,6
2010 I	8,1	-8,4	-0,2	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,6	8,5
II	7,6	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
III	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
IV	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,7	11,3
2011 I	6,0	-6,0	0,0	0,7	1,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	6,3
II	5,9	-3,7	2,3	3,3	3,1	0,6	-0,4	-0,1	0,3	-1,3	5,7

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

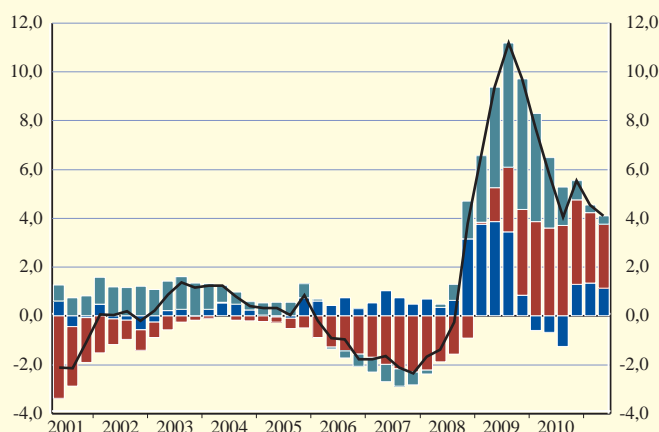
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ..... Necesidad de financiación



### G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-17. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financieras se ha consolidado.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

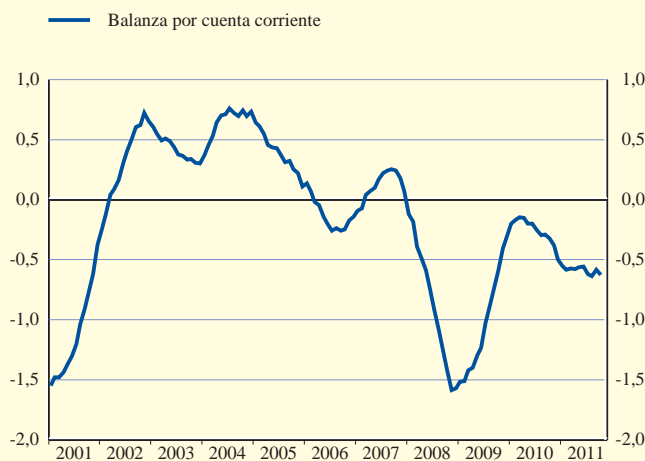
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2010 III	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	46,8	-5,1	-0,5
IV	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 I	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
II	-20,8	-2,7	17,5	-14,4	-21,2	0,7	-20,1	20,6	-28,5	155,6	3,4	-114,3	4,3	-0,4
III	-9,9	1,7	16,1	0,3	-28,0	2,6	-7,4	10,9	-7,2	31,3	-3,9	-13,3	3,9	-3,5
2010 Oct	3,9	5,7	3,2	3,9	-8,9	-1,3	2,6	2,0	-8,7	5,2	-0,3	5,9	-0,2	-4,6
Nov	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
Dic	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 Ene	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
Feb	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
Mar	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
Abr	-4,9	-3,7	4,0	1,4	-6,6	-0,1	-5,0	-1,8	-30,4	18,7	2,9	1,0	5,9	6,8
May	-16,1	0,6	5,4	-15,6	-6,4	0,4	-15,7	13,1	-5,9	43,2	-1,5	-19,6	-3,1	2,5
Jun	0,2	0,5	8,1	-0,2	-8,2	0,3	0,6	9,2	7,8	93,7	1,9	-95,7	1,5	-9,8
Jul	-2,0	3,3	5,5	-0,7	-10,2	0,5	-1,6	2,5	0,6	-21,1	-4,6	28,5	-0,9	-0,9
Ago	-7,2	-4,5	4,0	1,1	-7,8	2,2	-5,0	6,8	-0,3	31,9	-0,7	-27,4	3,2	-1,8
Sep	-0,7	2,8	6,6	-0,1	-10,0	-0,1	-0,8	1,6	-7,5	20,5	1,4	-14,4	1,6	-0,8
Oct	1,7	1,4	5,0	3,0	-7,6	1,5	3,2	-9,0	-7,4	-24,7	-0,4	24,6	-1,1	5,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2011 Oct	-59,7	-12,8	52,9	-0,5	-99,2	9,7	-50,0	45,8	35,3	305,0	6,1	-294,9	-5,7	4,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2011 Oct	-0,6	-0,1	0,6	0,0	-1,1	0,1	-0,5	0,5	0,4	3,3	0,1	-3,2	-0,1	0,0

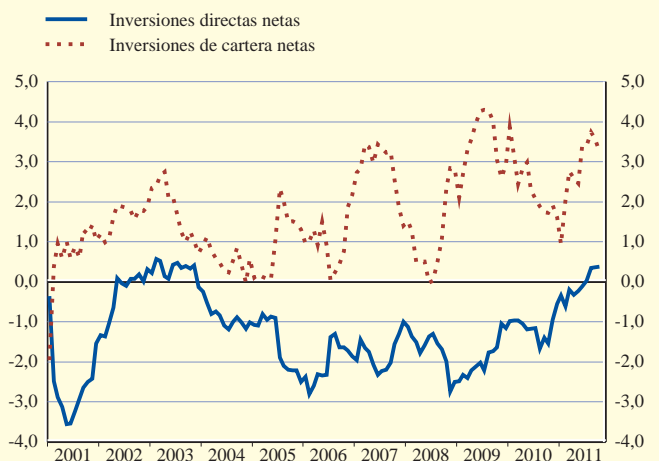
### G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

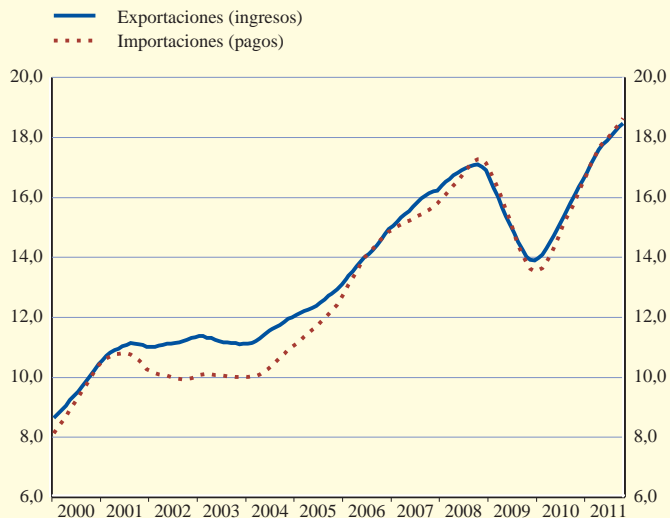
(mm de euros; transacciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Rembesas de trabajadores			Rembesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2008	2.717,2	2.860,8	-143,5	1.588,5	1.610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7
2009	2.292,4	2.318,3	-25,9	1.302,5	1.266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4
2010	2.617,1	2.659,3	-42,2	1.560,0	1.547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7
2010 III	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7
IV	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011 I	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
II	718,0	738,8	-20,8	438,0	440,6	133,3	115,8	127,1	141,5	19,6	1,6	40,8	5,6	3,8	3,1
III	710,4	720,4	-9,9	442,2	440,6	140,7	124,6	110,8	110,5	16,7	.	44,7	.	5,4	2,9
2011 Ago	228,1	235,3	-7,2	139,9	144,4	46,4	42,5	35,9	34,7	5,9	.	13,7	.	3,1	1,0
Sep	245,7	246,4	-0,7	154,2	151,4	47,2	40,6	38,8	39,0	5,4	.	15,4	.	0,9	1,0
Oct	244,5	242,7	1,7	152,7	151,4	46,9	41,9	37,2	34,2	7,6	.	15,3	.	2,4	1,0
	Datos desestacionalizados														
2011 I	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.
II	712,1	725,2	-13,1	436,2	440,8	132,7	118,4	120,5	118,0	22,6	.	48,0	.	.	.
III	714,9	725,4	-10,5	441,2	440,7	133,0	120,1	116,8	117,7	23,9	.	46,9	.	.	.
2011 Ago	238,8	244,7	-5,9	147,9	148,9	44,1	40,3	38,7	39,9	8,1	.	15,6	.	.	.
Sep	240,4	238,1	2,2	147,3	144,8	45,2	39,6	39,7	38,4	8,2	.	15,4	.	.	.
Oct	242,0	249,6	-7,5	147,4	151,8	46,7	41,6	39,2	40,4	8,8	.	15,7	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2011 Oct	2.828,0	2.886,7	-58,7	1.730,2	1.744,5	535,2	482,0	469,5	468,9	93,2	.	191,3	.	.	.
	transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2011 Oct	30,2	30,8	-0,6	18,5	18,6	5,7	5,1	5,0	5,0	1,0	.	2,0	.	.	.

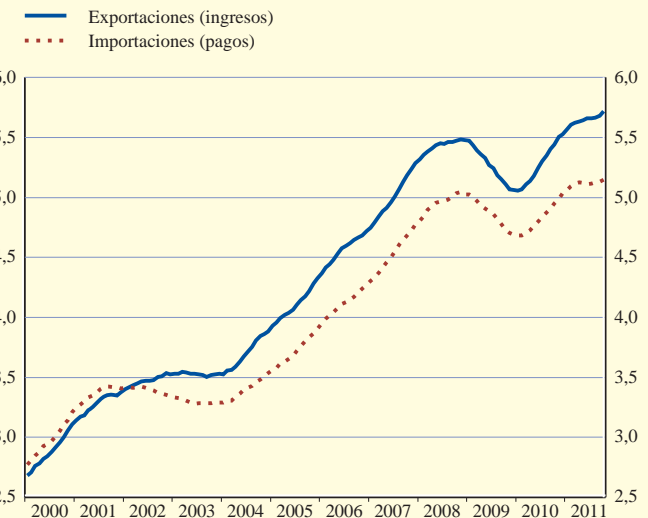
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(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												Otras inversiones	
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Ingresos	Pagos		
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones					
	Ingresos	Pagos			Beneficios reinvertidos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 II	5,7	3,4	110,2	126,4	50,5	-8,5	35,7	3,6	6,0	4,9	9,3	38,5	24,8	31,0	19,6	16,2
III	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
IV	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 I	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
II	5,8	3,2	121,3	138,4	56,5	8,8	38,1	10,6	6,4	4,8	12,3	46,3	25,2	31,3	20,9	17,8

### 3. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
III 2010 a II 2011	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.775,0	916,7	51,1	87,3	424,1	295,6	58,7	53,1	38,3	131,5	39,9	60,3	103,8	208,5	352,9	869,9
Bienes	1.685,3	539,3	32,6	57,8	219,4	229,4	0,2	28,3	19,5	106,3	29,9	36,9	76,3	110,8	193,0	544,8
Servicios	531,3	166,9	10,9	14,7	103,9	30,7	6,6	8,4	8,2	17,1	7,4	13,1	17,3	53,6	77,6	161,6
Rentas	467,6	150,1	6,5	13,1	90,6	31,7	8,3	15,9	9,8	7,5	2,4	9,3	9,6	35,8	75,8	151,4
Rentas de la inversión	444,1	143,4	6,4	12,9	89,0	31,1	4,0	15,9	9,7	7,5	2,4	9,3	9,5	24,7	74,0	147,7
Transferencias corrientes	90,8	60,4	1,2	1,6	10,2	3,7	43,7	0,4	0,8	0,5	0,3	0,9	0,6	8,3	6,5	12,1
<b>Cuenta de capital</b>	20,5	17,2	0,0	0,0	1,2	0,4	15,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,9
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.829,7	861,0	43,9	84,2	366,3	262,6	104,0	-	31,9	-	-	93,5	-	180,6	364,8	-
Bienes	1.690,0	465,8	29,0	50,6	173,8	212,4	0,0	29,5	14,2	215,1	26,8	52,7	121,6	91,0	140,3	533,1
Servicios	480,2	136,9	7,7	12,8	81,9	34,2	0,2	5,1	6,5	13,1	5,7	9,8	10,7	42,4	98,7	151,4
Rentas	465,0	141,5	6,6	19,2	98,9	11,4	5,4	-	9,3	-	-	30,5	-	39,5	118,8	-
Rentas de la inversión	450,9	133,4	6,5	19,1	97,4	5,0	5,4	-	9,2	-	-	30,3	-	39,1	117,7	-
Transferencias corrientes	194,5	116,7	0,6	1,5	11,7	4,5	98,4	1,5	1,9	3,8	0,7	0,5	0,7	7,8	7,0	53,8
<b>Cuenta de capital</b>	15,3	1,6	0,0	0,1	0,9	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	10,6
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-54,7	55,7	7,2	3,0	57,8	33,0	-45,3	-	6,4	-	-	-33,2	-	27,9	-12,0	-
Bienes	-4,7	73,5	3,6	7,2	45,5	17,0	0,2	-1,1	5,3	-108,7	3,1	-15,7	-45,3	19,8	52,8	11,7
Servicios	51,1	30,0	3,2	1,9	22,1	-3,5	6,3	3,3	1,7	4,0	1,7	3,3	6,7	11,2	-21,2	10,2
Rentas	2,6	8,6	-0,1	-6,2	-8,3	20,2	2,9	-	0,5	-	-	-21,2	-	-3,6	-43,1	-
Rentas de la inversión	-6,8	10,0	-0,1	-6,2	-8,4	26,0	-1,3	-	0,5	-	-	-21,1	-	-14,4	-43,7	-
Transferencias corrientes	-103,7	-56,4	0,6	0,1	-1,5	-0,8	-54,7	-1,2	-1,1	-3,2	-0,5	0,3	-0,1	0,5	-0,5	-41,7
<b>Cuenta de capital</b>	5,2	15,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	15,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,9	-8,7

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>b)</sup>			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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,0	169,1	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,1	169,9	-15,7	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010 IV	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,3	179,7	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 I	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,7	177,2	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
II	15.241,6	16.591,9	-1.350,3	163,7	178,2	-14,5	4.861,2	3.765,7	4.768,0	7.681,2	-49,1	5.080,6	5.144,9	581,0
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 I	-99,5	-84,5	-15,0	-4,3	-3,7	-0,7	3,8	24,6	-96,2	26,8	29,9	-25,8	-135,9	-11,2
II	106,2	214,6	-108,4	4,5	9,1	-4,6	59,3	26,2	-43,4	211,5	-17,5	103,4	-23,2	4,4
<b>Transacciones</b>														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011 I	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
II	203,9	224,4	-20,6	8,7	9,5	-0,9	59,5	31,0	33,5	189,1	-3,4	118,7	4,4	-4,3
III	60,1	71,0	-10,9	2,6	3,0	-0,5	24,9	17,7	-82,6	-51,3	3,9	118,0	104,6	-3,9
2011 Jun	-99,3	-90,1	-9,2	.	.	.	-0,2	7,6	-19,3	74,4	-1,9	-76,4	-172,1	-1,5
Jul	-6,6	-4,1	-2,5	.	.	.	12,2	12,9	-5,6	-26,7	4,6	-18,7	9,7	0,9
Ago	40,0	46,8	-6,8	.	.	.	-6,0	-6,3	-65,9	-34,0	0,7	114,4	87,0	-3,2
Sep	26,8	28,4	-1,6	.	.	.	18,6	11,1	-11,1	9,4	-1,4	22,3	7,9	-1,6
Oct	-57,6	-66,6	9,0	.	.	.	17,0	9,6	-35,2	-59,9	0,4	-40,8	-16,3	1,1
<b>Otros flujos</b>														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 I	3,4	3,4	-	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
II	3,8	3,8	-	.	.	.	3,8	4,6	3,1	6,4	.	4,9	-0,3	2,4
III	3,5	3,6	-	.	.	.	3,2	5,2	0,5	4,9	.	7,1	0,7	0,8

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.



### 7.3 Cuenta financiera

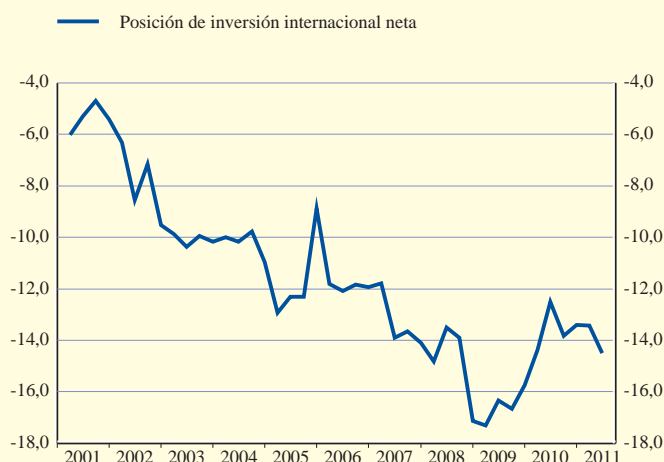
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 I	4.801,9	3.680,2	273,8	3.406,4	1.121,7	17,1	1.104,6	3.739,5	2.853,3	84,4	2.768,9	886,2	11,1	875,1
II	4.861,2	3.732,0	281,1	3.450,9	1.129,2	14,5	1.114,7	3.765,7	2.875,9	85,1	2.790,8	889,8	9,5	880,3
<b>Transacciones</b>														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2011 I	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4
II	59,5	55,4	8,9	46,4	4,1	-2,6	6,7	31,0	26,8	1,6	25,2	4,2	-1,5	5,7
III	24,9	11,6	1,6	10,1	13,2	-1,7	14,9	17,7	31,7	1,5	30,2	-14,0	0,2	-14,2
2011 Jun	-0,2	8,2	3,7	4,5	-8,3	-3,7	-4,6	7,6	6,8	0,5	6,3	0,8	-1,0	1,8
Jul	12,2	10,3	0,0	10,3	1,9	-1,6	3,5	12,9	16,4	0,8	15,6	-3,6	-0,2	-3,4
Ago	-6,0	-7,1	1,3	-8,3	1,1	0,1	0,9	-6,3	7,8	0,2	7,6	-14,1	0,1	-14,1
Sep	18,6	8,4	0,2	8,2	10,2	-0,2	10,5	11,1	7,5	0,5	7,0	3,6	0,3	3,3
Oct	17,0	14,0	0,0	14,0	3,0	0,2	2,8	9,6	5,5	0,1	5,3	4,2	-0,1	4,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 I	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1
II	3,8	3,5	5,4	3,3	4,8	-12,7	5,1	4,6	5,1	8,0	5,0	3,1	-47,9	4,1
III	3,2	2,6	5,4	2,4	5,4	-24,0	5,9	5,2	4,9	6,9	4,9	6,1	-46,4	7,2

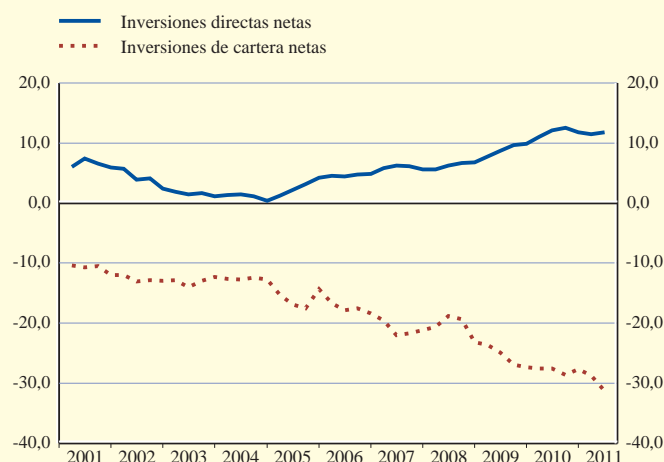
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



#### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



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		Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
				Euro-sistema	AAPP		AAPP	Total	IFM	Euro-sistema	AAPP	No IFM	Total	IFM	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 I	4.811,3	1.858,4	89,8	3,1	1.768,6	44,8	2.537,2	772,0	17,1	1.765,2	95,9	415,8	323,9	40,0	91,8	0,9
II	4.768,0	1.835,0	94,8	3,5	1.740,2	41,6	2.561,6	762,2	17,7	1.799,4	93,4	371,3	278,1	45,7	93,2	0,4
Transacciones																
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9
2011 I	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7
II	33,5	17,0	3,2	0,1	13,9	-2,3	29,4	-4,4	0,4	33,9	-0,8	-13,0	-12,4	4,8	-0,6	-0,5
III	-82,6	-48,7	-10,0	-0,1	-38,6	.	-49,9	-37,7	-1,4	-12,2	.	15,9	18,4	4,9	-2,5	.
2011 Jun	-19,3	1,4	-4,3	0,0	5,7	.	4,4	-9,5	0,4	13,8	.	-25,0	-9,6	3,0	-15,5	.
Jul	-5,6	1,6	1,3	0,0	0,3	.	-4,8	-9,2	0,2	4,5	.	-2,5	-6,7	-3,9	4,2	.
Ago	-65,9	-38,9	-10,3	0,0	-28,5	.	-24,9	-17,4	-1,4	-7,5	.	-2,2	-2,8	8,3	0,7	.
Sep	-11,1	-11,4	-1,0	0,0	-10,4	.	-20,2	-11,1	-0,2	-9,1	.	20,6	27,9	0,6	-7,4	.
Oct	-35,2	-6,4	-3,2	-0,1	-3,2	.	-11,8	-6,7	0,6	-5,1	.	-17,0	-22,4	-6,3	5,4	.
Tasas de crecimiento																
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 I	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6
II	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,3	-14,1	3,7	-12,4	9,7	12,3	126,5	-0,8	-4,4	9,2	13,7	93,4
III	0,5	0,5	-4,0	-10,5	0,8	.	-0,6	-17,0	1,5	8,0	.	7,9	4,2	3,7	24,7	.

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Valores distintos de acciones															
	Total	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones										
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario					
					AAPP		AAPP	Total	IFM	Euro-sistema	AAPP	No IFM	Total	IFM	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3				
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6				
2011 I	7.469,7	3.206,3	651,6	2.554,8	3.760,6	1.113,4	2.647,2	1.698,3	502,8	109,0	393,7	360,0				
II	7.681,2	3.127,4	636,2	2.491,3	4.010,3	1.169,6	2.840,7	1.827,9	543,4	140,1	403,3	354,9				
Transacciones																
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0				
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3				
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8				
2011 I	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8				
II	189,1	-12,3	-5,3	-7,0	174,8	46,0	128,9	98,3	26,5	21,9	4,6	-1,3				
III	-51,3	-16,6	5,2	-21,8	-38,7	12,7	-51,4	.	4,0	2,9	1,1	.				
2011 Jun	74,4	1,8	-5,8	7,6	67,8	24,8	43,0	.	4,9	0,9	3,9	.				
Jul	-26,7	8,6	-15,8	24,4	-30,7	2,3	-33,0	.	-4,6	-4,0	-0,6	.				
Ago	-34,0	-19,7	19,4	-39,1	-5,6	5,9	-11,5	.	-8,6	-1,0	-7,6	.				
Sep	9,4	-5,5	1,6	-7,1	-2,3	4,5	-6,8	.	17,2	7,8	9,4	.				
Oct	-59,9	-6,6	2,1	-8,7	-40,2	-23,6	-16,6	.	-13,2	-5,1	-8,0	.				
Tasas de crecimiento																
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5				
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7				
2011 I	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9				
II	6,4	6,1	1,5	7,5	5,5	10,1	3,5	7,5	16,7	151,2	-1,8	2,9				
III	4,9	3,5	0,0	4,5	5,4	10,2	3,4	.	10,5	77,3	-2,1	.				

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)

#### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 I	4.977,1	35,3	35,1	0,2	2.963,5	2.923,3	40,2	153,1	7,5	104,7	16,8	1.825,3	223,8	1.449,8	434,7
II	5.080,6	40,4	40,2	0,2	3.043,7	2.994,0	49,7	147,4	7,5	99,5	19,2	1.849,1	224,4	1.480,1	443,6
<b>Transacciones</b>															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 I	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
II	118,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	1,0	0,0	0,6	2,4	51,8	0,6	49,5	22,6
III	118,0	-2,9	.	.	88,6	.	.	-6,3	.	.	-1,6	38,5	.	.	15,1
2011 Jun	-76,4	0,6	.	.	-87,4	.	.	1,4	.	.	2,7	9,1	.	.	4,9
Jul	-18,7	-0,1	.	.	-19,5	.	.	-5,4	.	.	-1,7	6,2	.	.	4,3
Ago	114,4	0,5	.	.	103,8	.	.	-3,6	.	.	-3,0	13,8	.	.	0,0
Sep	22,3	-3,3	.	.	4,4	.	.	2,7	.	.	3,1	18,5	.	.	10,9
Oct	-40,8	-1,4	.	.	-73,2	.	.	6,8	.	.	7,6	26,9	.	.	11,4
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2010	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 I	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
II	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,8	18,2	-3,2	27,6	3,6	6,6	6,7	6,3	14,9
III	7,1	45,1	.	.	6,2	.	.	16,4	.	.	8,5	7,3	.	.	14,2

#### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 I	5.168,1	272,3	271,8	0,5	3.365,9	3.310,5	55,4	174,1	0,0	168,6	5,4	1.355,8	207,5	984,5	163,8
II	5.144,9	277,7	274,9	2,8	3.326,5	3.270,6	55,9	186,2	0,0	180,9	5,3	1.354,5	207,2	990,5	156,8
<b>Transacciones</b>															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 I	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
II	4,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,2	0,0	12,3	-0,1	2,8	-0,2	0,1	2,9
III	104,6	29,9	.	.	7,3	.	.	23,5	.	.	.	44,0	.	.	.
2011 Jun	-172,1	1,3	.	.	-168,4	.	.	3,2	.	.	.	-8,2	.	.	.
Jul	9,7	14,2	.	.	-24,3	.	.	6,9	.	.	.	13,0	.	.	.
Ago	87,0	7,1	.	.	53,0	.	.	-2,5	.	.	.	29,4	.	.	.
Sep	7,9	8,6	.	.	-21,4	.	.	19,0	.	.	.	1,6	.	.	.
Oct	-16,3	-7,4	.	.	-33,8	.	.	2,8	.	.	.	22,1	.	.	.
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2009	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 I	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
II	-0,3	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	93,6	.	101,8	-18,8	4,0	8,6	0,8	19,5
III	0,7	25,9	.	.	-4,8	.	.	102,6	.	.	.	2,6	.	.	.

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 <sup>1)</sup>

	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	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 IV	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 I	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6
II	580,8	361,4	346,989	50,4	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2
2011 Oct	651,6	426,6	346,843	51,8	25,6	147,6	5,1	8,7	133,8	-	-	-	0,0	0,0	30,4	-22,7	53,4
Nov	683,4	451,3	346,844	52,7	26,3	153,1	5,8	8,9	138,7	-	-	-	-0,2	0,0	32,7	-21,8	54,5
<b>Transacciones</b>																	
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-
2011 I	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-
II	-4,3	0,0	-	-0,2	0,9	-5,1	-0,5	-5,4	0,9	0,0	0,4	0,5	-0,1	0,0	-	-	-
III	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-
2011 I	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-
II	2,4	0,0	-	-2,4	49,8	4,6	-36,6	5,3	7,4	1,9	12,4	-15,3	-	-	-	-	-
III	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010 IV	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 I	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5
II	11.126,4	4.716,9	543,4	4.010,3	207,3	220,8	1.427,7	2.369,0	277,7	4.636,2	2.415,7
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
2007	110,6	57,0	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,9	23,0
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6
2010 IV	120,4	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 I	117,6	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3
II	119,7	50,7	5,8	43,1	2,2	2,4	15,4	25,5	3,0	49,9	26,0

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

**7.3 Cuenta financiera**

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

**9. Desagregación geográfica**

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2010</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<b>Inversiones directas</b>	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
En el exterior	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Otro capital	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
En la zona del euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Otro capital	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Acc. y participaciones	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Valores distintos de acciones	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Bonos y obligaciones	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Instrum. mercado monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
<b>Otras inversiones</b>	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Activos	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
AAPP	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Otros sectores	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Pasivos	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
AAPP	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Otros sectores	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
<b>III 2010 a II 2011</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	11,1	22,6	0,6	-8,6	15,7	14,9	0,0	-29,0	6,7	1,6	-24,9	-15,3	8,0	-0,1	41,5
En el exterior	179,9	47,7	1,6	2,1	25,2	18,7	0,0	1,8	6,6	1,4	-3,2	21,3	26,8	0,0	77,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	127,3	38,3	1,7	3,5	14,6	18,5	0,0	1,9	3,7	2,1	-4,8	20,1	7,0	0,0	59,0
Otro capital	52,6	9,4	0,0	-1,4	10,6	0,2	0,0	0,0	2,9	-0,6	1,6	1,3	19,7	0,0	18,4
En la zona del euro	168,9	25,1	1,0	10,7	9,5	3,8	0,0	30,9	-0,1	-0,1	21,7	36,6	18,8	0,1	36,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	142,2	34,2	-0,2	8,1	26,1	0,2	0,0	31,7	0,4	0,4	1,3	29,1	17,5	0,0	27,6
Otro capital	26,6	-9,2	1,2	2,6	-16,5	3,6	0,0	-0,8	-0,5	-0,6	20,4	7,5	1,3	0,1	8,4
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	148,8	31,3	-2,8	16,8	-0,7	6,0	11,9	-2,5	12,1	3,3	1,3	48,9	-24,8	0,6	78,6
Acc. y participaciones	58,4	12,7	0,7	4,7	6,5	0,8	0,1	5,4	11,3	1,2	-3,3	20,2	-7,2	-0,4	18,5
Valores distintos de acciones	90,3	18,5	-3,5	12,1	-7,2	5,3	11,9	-8,0	0,8	2,1	4,7	28,7	-17,6	1,0	60,1
Bonos y obligaciones	94,1	42,1	-1,9	12,4	14,7	4,9	12,0	-9,0	0,7	0,8	3,3	20,2	-19,8	1,2	54,5
Instrum. mercado monetario	-3,7	-23,5	-1,6	-0,3	-21,9	0,4	-0,1	1,0	0,0	1,2	1,4	8,6	2,2	-0,2	5,6
<b>Otras inversiones</b>	253,4	148,4	1,3	8,7	168,8	2,4	-32,7	-1,0	1,8	4,2	44,0	-4,7	126,0	-43,7	-21,6
Activos	242,2	119,0	1,6	20,4	89,8	6,3	0,9	-0,2	9,3	15,0	13,9	20,6	49,4	-11,1	26,4
AAPP	24,1	9,7	0,8	0,9	6,8	1,4	-0,3	1,0	0,0	2,3	0,7	7,4	0,4	0,8	1,9
IFM	98,6	30,9	-1,8	13,7	15,0	4,0	-0,1	-1,8	7,9	11,4	0,1	9,4	38,7	-11,9	14,1
Otros sectores	119,5	78,5	2,6	5,8	68,0	0,9	1,3	0,6	1,4	1,3	13,1	3,8	10,3	0,1	10,5
Pasivos	-11,2	-29,3	0,3	11,8	-79,0	3,9	33,7	0,8	7,4	10,8	-30,1	25,3	-76,6	32,6	48,0
AAPP	90,1	51,9	0,0	0,0	32,6	0,0	19,3	0,0	0,0	-0,2	-0,9	16,2	1,2	22,7	-0,7
IFM	-157,0	-110,9	0,4	5,2	-125,5	1,8	7,3	-2,0	4,6	12,0	-35,7	20,8	-79,4	9,9	23,6
Otros sectores	55,7	29,7	0,0	6,5	13,9	2,1	7,1	2,7	2,9	-1,0	6,5	-11,8	1,6	0,0	25,1

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

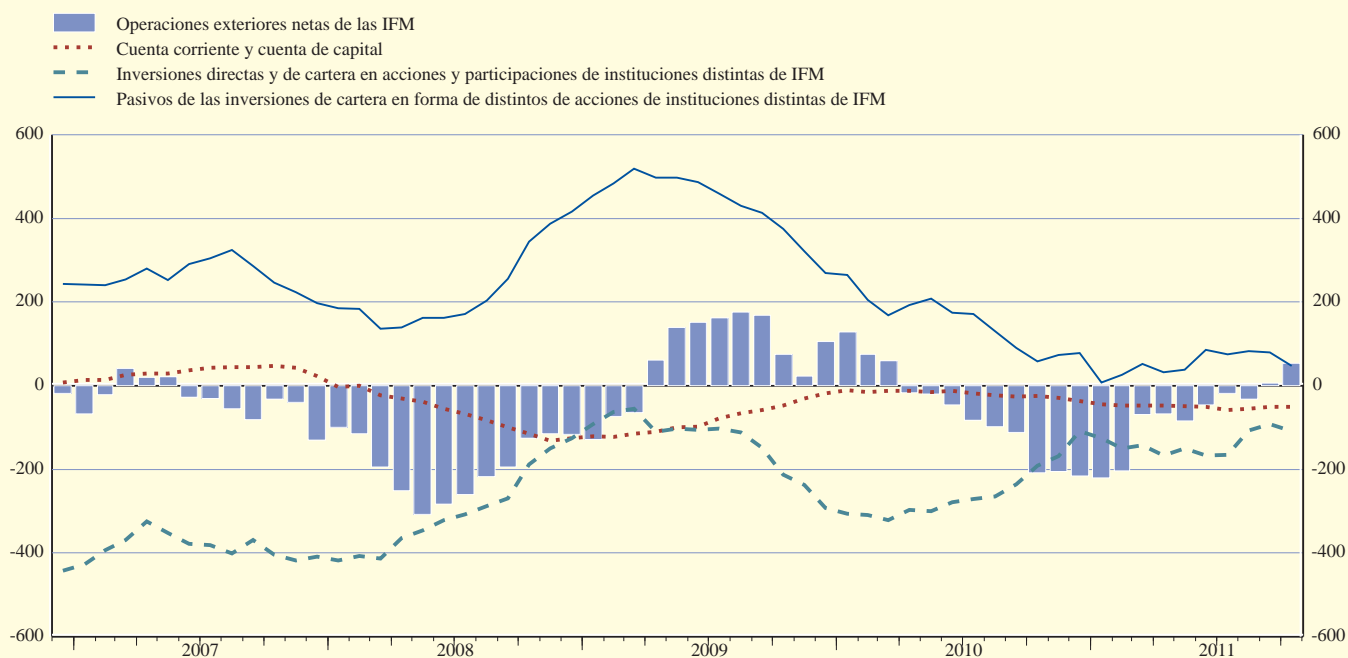
(mm de euros; transacciones)

### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2010 III	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6
IV	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 I	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
II	2,1	-20,1	-53,2	30,8	-13,9	-33,2	-7,0	133,4	-52,8	15,0	3,4	-0,4
III	-7,3	-7,4	-25,0	15,9	38,6	14,7	-21,8	-50,2	-32,2	67,5	-3,9	-3,5
2010 Oct	-84,2	2,5	5,2	-16,2	-17,2	-87,7	44,7	7,3	-26,8	9,2	-0,2	-4,9
Nov	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6
Dic	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0
2011 Ene	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
Feb	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
Mar	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
Abr	-31,3	-5,0	-47,1	22,3	-6,9	-15,7	-3,6	21,7	-9,0	2,4	2,9	6,8
May	-2,4	-15,7	-6,2	0,5	-1,2	-19,1	-11,0	64,8	-33,3	17,7	-1,5	2,5
Jun	35,8	0,6	0,1	8,1	-5,7	1,6	7,6	46,9	-10,5	-5,0	1,9	-9,8
Jul	-7,9	-1,6	-13,8	12,2	-0,3	-8,6	24,4	-33,7	-0,9	19,9	-4,6	-0,9
Ago	-12,7	-5,0	7,4	-6,6	28,5	6,8	-39,1	-19,1	-10,2	27,0	-0,7	-1,8
Sep	13,4	-0,8	-18,6	10,3	10,4	16,5	-7,1	2,5	-21,2	20,7	1,4	-0,8
Oct	-37,9	3,2	-16,8	9,6	3,2	-0,3	-8,7	-24,6	-33,8	24,9	-0,4	5,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2011 Oct	53,1	-50,4	-165,5	216,0	8,5	-68,3	53,8	47,1	-158,9	160,5	6,1	4,3

## G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)



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 <sup>1)</sup>**
*(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)*

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-18,0	-21,7	1.280,3	628,0	264,4	355,4	1.063,0	1.267,8	734,6	194,0	317,3	842,0	182,0
2010	20,0	22,5	1.533,0	765,2	311,4	420,0	1.269,3	1.547,6	946,3	229,9	348,3	1.018,4	247,4
2010 IV	22,1	25,6	404,9	202,0	84,5	109,6	333,7	407,7	253,9	59,1	89,5	266,4	66,4
2011 I	21,4	23,6	427,1	214,4	86,1	116,1	350,2	434,3	274,7	59,8	91,7	277,5	74,3
II	13,0	12,3	429,1	215,6	86,7	116,2	350,7	434,4	278,6	58,6	89,7	274,9	77,1
III	9,4	9,0	435,9	218,4	86,8	118,5	358,0	437,8	279,7	58,6	91,4	275,2	80,1
2011 May	22,4	17,7	146,1	73,2	30,3	40,0	120,6	147,2	94,2	19,6	30,5	93,9	25,3
Jun	3,3	3,3	138,7	70,1	28,1	36,8	113,5	141,0	90,5	18,7	29,5	89,1	24,8
Jul	5,1	7,2	141,9	71,5	28,1	38,3	116,4	145,0	93,0	19,4	29,9	90,6	27,3
Ago	13,8	11,8	147,8	73,7	29,7	40,3	122,1	148,8	94,8	20,2	31,1	94,8	26,4
Sep	9,8	8,1	146,2	73,2	29,0	39,9	119,4	144,0	91,9	19,0	30,5	89,7	26,3
Oct	5,7	7,4	143,3	.	.	.	116,1	143,0	.	.	.	88,1	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2009	-16,5	-13,6	119,6	114,9	119,0	128,1	115,9	109,8	101,1	115,7	136,7	111,1	101,8
2010	14,9	10,7	136,8	132,4	138,5	143,7	133,9	120,9	113,0	131,1	143,3	127,8	100,8
2010 IV	15,2	10,4	142,8	137,5	150,1	148,4	139,7	123,7	116,5	134,3	145,1	132,1	102,9
2011 I	13,3	7,5	146,1	141,1	149,8	152,7	143,1	124,8	117,3	132,8	145,0	133,7	97,1
II	8,1	2,3	146,8	140,6	152,0	154,2	144,0	123,4	115,8	133,4	143,4	134,0	92,5
III	5,1	2,1	147,8	141,7	151,1	155,0	145,8	124,2	116,8	134,0	142,8	133,4	98,4
2011 Abr	8,0	4,2	147,9	140,9	149,6	156,4	143,4	124,0	116,1	139,1	142,7	134,3	95,2
May	17,3	8,0	150,0	143,4	159,1	159,2	148,6	126,6	118,8	135,2	147,3	138,6	91,0
Jun	0,1	-4,8	142,4	137,5	147,1	147,0	139,9	119,5	112,6	126,0	140,2	129,3	91,3
Jul	1,4	1,0	144,5	139,3	147,1	150,6	142,3	124,0	117,1	133,6	140,9	132,2	100,7
Ago	9,1	3,9	150,3	143,2	155,3	158,2	149,1	125,8	118,2	138,6	143,9	137,3	97,2
Sep	5,4	1,5	148,5	142,7	151,1	156,3	146,0	122,7	115,3	129,8	143,5	130,7	97,2

**2. Precios <sup>2)</sup>**
*(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)*

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moría: 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	3,8	4,8	1,4	2,2	26,3	3,8	109,8	9,8	9,7	1,4	2,9	27,5	5,8
2011 I	109,1	5,8	8,5	2,1	2,9	25,8	5,8	118,3	12,0	11,0	0,8	5,7	29,5	7,0
II	110,0	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	119,0	7,8	4,6	-2,5	3,3	25,6	2,8
III	110,4	4,0	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	119,2	7,5	3,0	-3,1	2,9	26,8	2,2
2011 Jun	110,0	3,4	5,1	0,6	1,2	18,8	3,3	118,2	6,2	3,1	-3,6	2,3	22,8	1,5
Jul	110,4	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	3,9	119,2	7,7	4,0	-3,6	3,0	27,2	2,2
Ago	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,7	6,8	2,6	-3,0	2,6	24,3	2,0
Sep	110,6	4,0	4,8	1,1	1,9	27,2	4,0	119,8	8,0	2,5	-2,7	3,3	29,1	2,3
Oct	110,5	4,1	4,4	1,8	2,4	24,4	4,0	119,8	8,3	1,6	-1,1	4,0	28,6	2,8
Nov	110,6	3,9	3,8	1,8	2,4	22,3	3,8	120,2	7,6	0,9	-1,1	3,3	26,8	2,2

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
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2009	1.280,3	27,4	41,5	175,3	174,6	50,1	79,0	34,8	152,5	284,4	68,9	28,6	92,0	54,4	29,4
2010	1.533,0	30,1	52,6	194,8	208,6	63,4	92,7	47,4	180,6	355,9	94,8	34,6	104,9	73,4	17,8
2010 II	379,0	7,3	13,2	48,0	51,0	15,3	22,8	11,5	45,2	88,8	23,6	8,7	25,7	18,5	4,8
2010 III	396,8	7,6	13,4	50,1	54,0	17,1	23,9	12,1	47,7	92,1	24,0	8,9	26,8	18,9	3,9
2010 IV	404,9	8,1	14,1	50,3	56,0	17,4	24,6	13,3	46,3	93,5	25,5	9,0	27,5	19,2	3,9
2011 I	427,1	8,0	15,0	53,0	59,1	18,7	25,9	15,3	50,0	99,4	28,9	9,3	28,0	20,2	0,3
2011 II	429,1	8,2	15,4	52,0	60,3	20,0	26,2	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,1	21,0	3,9
2011 III	435,9	8,3	15,6	53,3	61,2	20,7	28,3	13,5	48,3	101,4	28,6	10,2	27,6	21,1	2,4
2011 May	146,1	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,1	4,8	16,3	33,9	9,5	3,2	9,1	7,3	-0,2
2011 Jun	138,7	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,8	6,6	0,6
2011 Jul	141,9	2,8	5,2	17,2	19,8	6,6	9,3	4,5	15,5	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	1,1
2011 Ago	147,8	2,8	5,3	18,3	20,9	7,0	9,5	4,5	17,0	34,5	9,9	3,5	9,2	7,2	0,1
2011 Sep	146,2	2,8	5,1	17,8	20,5	7,1	9,6	4,5	15,7	33,9	9,6	3,4	9,4	7,0	1,2
2011 Oct	143,3	.	.	.	.	6,6	9,6	4,4	15,5	34,3	10,2	3,6	9,2	6,8	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,0	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,8	4,8	1,2
<b>Importaciones (cif)</b>															
2009	1.267,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,6	116,3	380,9	157,9	44,2	94,9	59,5	-25,3
2010	1.547,6	27,4	47,4	147,7	195,6	112,7	73,3	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,8
2010 II	385,7	6,8	11,9	36,6	48,4	28,5	19,5	7,6	32,0	125,1	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,9
2010 III	400,8	6,9	12,6	37,6	50,2	28,2	18,8	7,8	34,3	130,5	55,6	13,2	29,7	19,4	-11,0
2010 IV	407,7	7,0	12,6	38,5	52,4	30,2	18,2	8,3	34,1	128,3	54,1	13,1	32,6	21,0	-14,0
2011 I	434,3	7,2	13,2	40,8	55,7	34,7	18,9	9,0	35,4	135,6	54,9	13,7	35,7	21,5	-17,0
2011 II	434,4	7,5	13,4	40,8	56,3	34,7	19,6	8,9	34,0	138,6	55,9	12,7	30,5	21,9	-15,1
2011 III	437,8	7,4	13,7	42,2	57,2	32,2	21,8	8,6	34,2	137,4	54,3	13,2	30,7	23,4	-11,9
2011 May	147,2	2,7	4,7	13,7	19,1	12,7	6,7	3,0	11,4	46,4	18,8	4,2	9,9	7,4	-6,0
2011 Jun	141,0	2,4	4,3	13,4	18,6	9,7	6,5	2,9	11,0	45,5	18,5	4,1	10,8	7,1	-4,0
2011 Jul	145,0	2,4	4,5	14,0	18,7	11,9	6,7	2,9	11,0	46,4	18,2	4,5	9,6	7,7	-5,6
2011 Ago	148,8	2,5	4,7	14,1	19,1	9,9	8,2	2,9	11,5	46,9	19,0	4,5	10,7	8,1	-2,6
2011 Sep	144,0	2,5	4,5	14,2	19,4	10,3	6,9	2,8	11,7	44,1	17,2	4,3	10,4	7,6	-3,7
2011 Oct	143,0	.	.	.	.	11,6	6,7	2,8	11,9	44,3	17,4	4,3	10,2	7,6	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,6	7,3	4,7	2,0	8,4	31,9	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
<b>Saldo</b>															
2009	12,5	0,3	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,5	8,2	36,2	-96,4	-88,9	-15,6	-2,9	-5,1	54,7
2010	-14,6	2,7	5,2	47,1	13,1	-49,3	19,4	16,5	50,8	-138,7	-113,8	-16,8	-14,3	-1,8	67,6
2010 II	-6,8	0,5	1,3	11,4	2,6	-13,2	3,3	3,9	13,2	-36,3	-29,4	-4,4	-4,2	0,4	19,7
2010 III	-4,0	0,7	0,9	12,5	3,9	-11,1	5,1	4,4	13,4	-38,4	-31,6	-4,3	-2,9	-0,5	14,9
2010 IV	-2,8	1,1	1,5	11,8	3,6	-12,8	6,5	5,0	12,1	-34,8	-28,6	-4,1	-5,0	-1,8	17,9
2011 I	-7,2	0,8	1,8	12,3	3,4	-16,0	7,0	6,4	14,6	-36,1	-26,0	-4,4	-7,7	-1,3	17,3
2011 II	-5,3	0,7	2,0	11,3	3,9	-14,6	6,7	5,4	14,0	-40,2	-28,6	-3,2	-3,4	-0,9	19,0
2011 III	-1,9	0,9	1,9	11,0	4,0	-11,6	6,5	5,0	14,1	-36,0	-25,7	-3,0	-3,2	-2,3	14,3
2011 May	-1,1	0,1	0,6	4,3	1,5	-5,6	2,4	1,9	4,9	-12,5	-9,2	-1,0	-0,8	-0,1	5,8
2011 Jun	-2,3	0,3	0,7	3,7	1,4	-3,2	1,6	1,6	4,5	-13,4	-9,6	-1,0	-2,1	-0,5	4,6
2011 Jul	-3,1	0,4	0,7	3,2	1,1	-5,4	2,6	1,6	4,5	-13,5	-9,0	-1,2	-0,6	-0,7	6,7
2011 Ago	-1,0	0,3	0,6	4,2	1,8	-3,0	1,3	1,6	5,5	-12,4	-9,1	-1,0	-1,6	-0,9	2,8
2011 Sep	2,2	0,3	0,6	3,6	1,1	-3,2	2,7	1,7	4,0	-10,1	-7,6	-0,8	-1,0	-0,7	4,8
2011 Oct	0,3	.	.	.	.	-5,0	2,8	1,5	3,6	-10,0	-7,2	-0,7	-1,0	-0,8	.

Fuente: Eurostat.





## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	111,7	110,6	104,9	106,5	120,0	106,5	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	98,8	98,4	109,3	98,9	112,3	99,3
2011	104,4	102,2	98,4	.	.	.	112,9	98,9
2010 IV	104,4	102,4	98,7	97,6	108,6	98,7	112,1	98,7
2011 I	103,7	101,5	98,0	96,6	107,1	97,3	111,6	97,9
II	106,4	104,2	100,2	99,0	110,5	99,9	114,5	100,5
III	104,6	102,1	98,5	97,2	109,2	97,9	113,3	99,0
IV	103,1	100,9	97,0	.	.	.	112,3	98,2
2010 Dic	102,6	100,6	96,9	-	-	-	110,1	96,8
2011 Ene	102,4	100,4	96,9	-	-	-	110,1	96,7
Feb	103,4	101,1	97,8	-	-	-	111,4	97,6
Mar	105,2	103,1	99,4	-	-	-	113,2	99,4
Abr	107,0	104,9	100,9	-	-	-	115,0	101,0
May	106,0	103,8	99,7	-	-	-	114,1	100,1
Jun	106,1	104,0	99,9	-	-	-	114,4	100,3
Jul	105,2	102,6	99,0	-	-	-	113,4	99,1
Ago	104,9	102,3	98,8	-	-	-	113,8	99,3
Sep	103,8	101,4	97,6	-	-	-	112,8	98,7
Oct	104,0	101,7	97,8	-	-	-	113,3	99,1
Nov	103,5	101,4	97,4	-	-	-	112,8	98,6
Dic	101,7	99,6	95,7	-	-	-	110,9	96,9
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>							
2011 Dic	-1,8	-1,8	-1,8	-	-	-	-1,6	-1,7
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>							
2011 Dic	-0,9	-1,0	-1,3	-	-	-	0,8	0,1

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

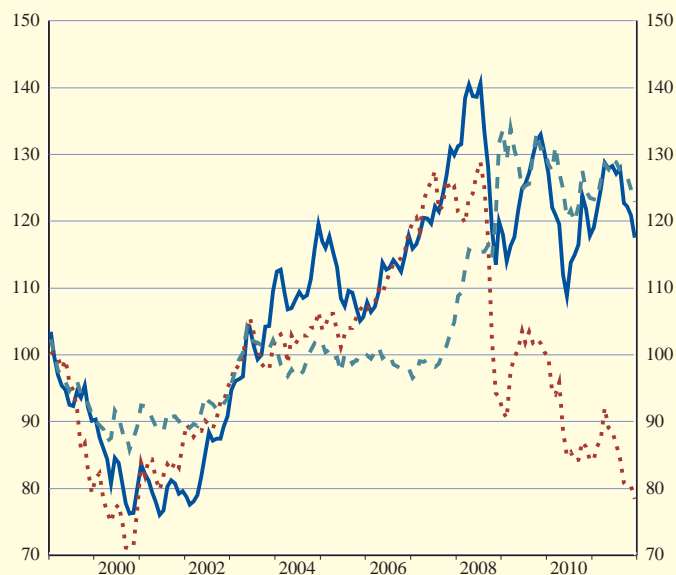
- TCE-20 nominal
- ... TCE-20 real deflactado por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- ... JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2011 II	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
2011 III	1,9558	24,387	7,4506	0,7093	3,4528	275,10	4,1527	4,2587	9,1451	0,87760	7,4629	2,4535
2011 IV	1,9558	25,276	7,4398	0,7017	3,4528	303,47	4,4207	4,3365	9,0910	0,85727	7,4968	2,4759
2011 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
2011 Jul	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
2011 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
2011 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
2011 Oct	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
2011 Nov	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
2011 Dic	1,9558	25,514	7,4341	0,6975	3,4528	304,19	4,4774	4,3282	9,0184	0,84405	7,5136	2,4632
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Dic	0,0	0,2	-0,1	-0,6	0,0	-1,6	1,0	-0,6	-1,3	-1,6	0,3	0,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Dic	0,0	1,4	-0,3	-1,7	0,0	9,6	12,0	0,8	-0,4	-0,5	1,7	22,2
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Corona islandesa <sup>1)</sup>	Rupia india <sup>2)</sup>	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	-	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2011 II	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
2011 III	1,3459	2,3063	1,3841	9,0653	11,0105	-	64,7000	12,181,09	5,0174	109,77	4,2666	
2011 IV	1,3316	2,4240	1,3788	8,5682	10,4879	-	68,5352	12,111,94	5,0172	104,22	4,2458	
2011 Jun	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585	
2011 Jul	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12,171,27	4,8801	113,26	4,2716	
2011 Ago	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12,249,95	5,0841	110,43	4,2822	
2011 Sep	1,3458	2,3946	1,3794	8,7994	10,7333	-	65,5964	12,118,49	5,0788	105,75	4,2456	
2011 Oct	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12,150,54	5,0253	105,06	4,2963	
2011 Nov	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12,214,99	5,0521	105,02	4,2756	
2011 Dic	1,3003	2,4175	1,3481	8,3563	10,2496	-	69,2066	11,965,40	4,9725	102,55	4,1639	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Dic	-3,1	-0,1	-3,0	-3,0	-2,8	-	0,5	-2,0	-1,6	-2,4	-2,6	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Dic	-2,3	8,0	1,2	-4,9	-0,3	-	16,0	0,3	4,4	-6,9	0,8	
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singaporense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2011 II	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1,559,23	1,2514	43,592	1,4391	
2011 III	17,3908	1,6976	7,7652	60,371	41,1734	1,7309	10,0898	1,532,60	1,1649	42,574	1,4127	
2011 IV	18,3742	1,7353	7,7602	58,566	42,0737	1,7348	10,9209	1,542,87	1,2293	41,791	1,3482	
2011 Jun	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1,555,32	1,2092	43,923	1,4388	
2011 Jul	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1,510,29	1,1766	42,949	1,4264	
2011 Ago	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1,542,01	1,1203	42,875	1,4343	
2011 Sep	17,9370	1,6932	7,7243	59,322	42,3239	1,7229	10,3956	1,544,04	1,2005	41,902	1,3770	
2011 Oct	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1,578,17	1,2295	42,297	1,3706	
2011 Nov	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1,537,42	1,2307	41,969	1,3556	
2011 Dic	18,1174	1,7102	7,7451	57,537	41,5686	1,7070	10,7829	1,513,26	1,2276	41,099	1,3179	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2011 Dic	-2,4	-2,7	-0,5	-2,1	-0,6	-2,3	-2,5	-1,6	-0,3	-2,1	-2,8	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2011 Dic	10,6	-2,8	-2,0	-0,9	2,0	-1,1	19,6	0,0	-4,2	3,3	-0,3	

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
<b>IAPC</b>										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	.	2,1	2,7	.	4,1	.	.	.	.	.
2011 III	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 IV	.	2,8	2,5	.	4,0	.	.	.	.	.
2011 Oct	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
2011 Nov	2,6	2,9	2,5	4,0	4,4	4,3	4,4	3,5	1,1	4,8
2011 Dic	.	2,8	2,4	.	3,5	.	.	.	.	.
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2011 Jul	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
Ago	5,32	3,40	2,49	5,60	5,05	7,49	5,70	7,38	2,17	2,37
Sep	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
Oct	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
Nov	5,27	3,67	2,01	5,73	5,25	8,53	5,80	7,43	1,69	2,29
Dic	5,23	3,70	1,86	5,93	5,75	8,97	5,84	7,21	1,68	2,12
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2011 Jul	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
Ago	3,74	1,19	1,60	0,83	1,86	7,12	4,72	5,60	2,58	0,86
Sep	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
Oct	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
Nov	3,64	1,15	1,29	1,27	1,87	7,25	4,94	6,01	2,62	1,01
Dic	3,64	1,16	1,08	1,86	1,78	6,50	4,98	6,05	2,69	1,06
<b>PIB real</b>										
2009	-5,5	-4,7	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	2,1
2011 I	3,3	2,8	2,2	3,1	5,4	1,9	4,5	1,3	5,8	1,7
II	2,0	2,0	1,7	5,3	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
III	1,6	1,2	0,0	6,1	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,7	6,5	-3,1
2011 I	2,0	2,5	5,8	1,2	1,8	3,0	-1,7	-2,6	8,0	-1,8
II	1,3	-6,1	7,2	1,3	-1,7	3,3	-2,1	-6,8	6,7	-1,4
III	12,1	-4,1	8,5	2,4	6,1	4,2	-3,6	-3,3	9,3	-4,4
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2009	108,3	51,6	188,5	156,5	87,0	144,7	59,4	69,0	210,8	416,9
2010	102,8	55,8	190,7	165,4	87,4	143,4	66,0	77,2	190,4	413,9
2011 I	98,5	55,2	185,4	158,1	85,5	137,3	68,3	74,6	188,5	416,6
II	96,6	55,4	181,5	154,7	85,8	137,0	68,7	78,1	190,0	418,2
III	93,7	57,5	182,7	151,4	82,9	146,3	72,4	77,8	197,8	435,6
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2009	12,7	2,4	5,7	-7,9	-1,4	2,9	2,2	3,8	4,6	5,7
2010	0,8	-0,7	-1,0	-10,2	-7,3	-3,2	4,7	-4,0	-1,7	1,7
2011 I	1,7	-0,2	-0,5	2,6	-3,0	3,0	2,6	-1,3	-2,4	-0,7
II	5,3	0,6	-1,0	2,3	-0,7	.	0,6	9,4	-0,7	0,8
III	7,8	0,4	0,4	1,9	-2,2	.	.	9,3	-1,0	2,1
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2009	6,9	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011 II	11,2	6,9	7,5	16,1	15,6	10,9	9,6	7,4	7,5	7,9
III	11,0	6,6	7,5	14,8	15,3	10,9	9,7	7,5	7,3	8,3
2011 Sep	10,9	6,5	7,6	14,8	15,3	10,8	9,8	7,7	7,3	8,3
Oct	10,8	6,6	7,7	.	.	10,8	9,9	7,3	7,5	.
Nov	10,9	6,7	7,8	.	.	10,7	10,0	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.

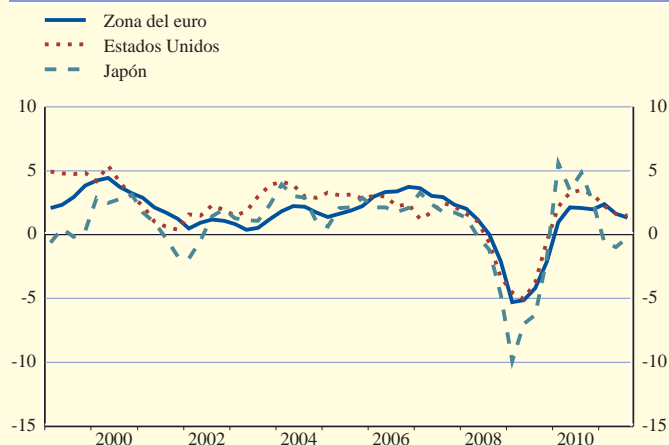
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) <sup>2)</sup>	Agregado monetario amplio <sup>3)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>4)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); <sup>4)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>5)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,6	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
2011	.	.	.	.	9,0	.	0,34	2,10	1,3920	.	.
2010 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	9,0	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	79,1
II	3,4	1,0	1,6	4,4	9,0	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
III	3,8	0,4	1,5	4,2	9,1	9,4	0,30	2,18	1,4127	.	.
IV	.	.	.	.	8,7	.	0,48	2,10	1,3482	.	.
2011 Ago	3,8	.	.	4,2	9,1	10,2	0,29	2,51	1,4343	.	.
Sep	3,9	.	.	4,4	9,0	10,1	0,35	2,18	1,3770	.	.
Oct	3,5	.	.	4,6	8,9	9,9	0,41	2,37	1,3706	.	.
Nov	3,4	.	.	4,2	8,7	9,8	0,48	2,30	1,3556	.	.
Dic	.	.	.	.	8,5	.	0,56	2,10	1,3179	.	.
Japón											
2008	1,4	1,2	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,8	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,6	4,1	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	0,19	1,00	110,96	.	.
2010 IV	-0,3	-1,3	2,5	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 I	-0,5	1,2	-0,6	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
II	-0,4	1,2	-1,0	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	.	-0,2	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	.	.	.	.	.	.	0,20	1,00	104,22	.	.
2011 Ago	0,2	.	.	0,4	4,3	2,7	0,19	1,05	110,43	.	.
Sep	0,0	.	.	-3,3	4,1	2,7	0,19	1,04	105,75	.	.
Oct	-0,2	.	.	0,0	4,5	2,8	0,19	1,04	105,06	.	.
Nov	-0,5	.	.	-4,0	4,5	3,0	0,20	1,10	105,02	.	.
Dic	.	.	.	.	.	.	0,20	1,00	102,55	.	.

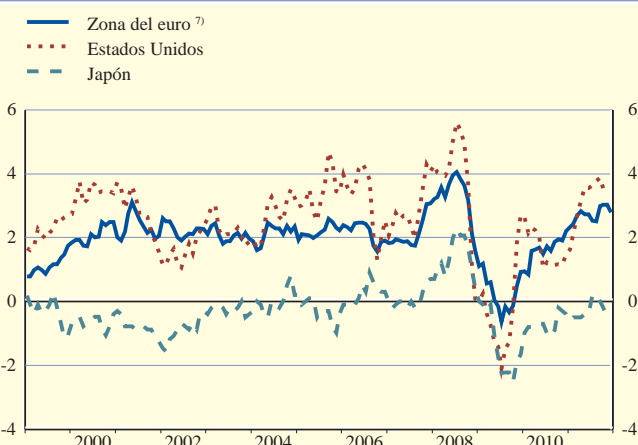
### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



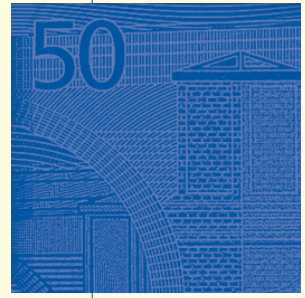
Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico]; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

- 1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.
- 2) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón excluyen las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto, pero estos datos se reincorporan a partir de septiembre de 2011.
- 3) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.
- 4) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.
- 5) Para más información, véase sección 8.2.
- 6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).
- 7) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



## LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

#### CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDICIADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) indiciada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OFPML. Según esta definición, si una OPFML está viva durante  $D$  días y los tipos mínimos de puja de las OPF son  $R_{1,MRO}$  (durante  $D_1$  días),  $R_{2,MRO}$  (durante  $D_2$  días), etc., hasta  $R_{i,MRO}$  (durante  $D_i$  días), donde  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , el tipo anualizado aplicable ( $R_{LTRO}$ ) se calcula como:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por

reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2008. Las series temporales del índice de saldos

ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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 EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. 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 ajustados<sup>3</sup>. 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](http://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 VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe eviden-

cia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

## CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

## SECCIÓN 7.3

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$r) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://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](http://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](mailto: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 11 de enero de 2012.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2011 se refieren al Euro-17 (es decir, la zona del euro incluida Estonia) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> 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

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras.

Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones expresadas, en términos de variaciones interanuales.

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32<sup>2</sup>. 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/2007/8<sup>3</sup>, 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/2008/30<sup>4</sup> a partir de diciembre de 2009.

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

3 DO L 211, de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15, de 20.01.2009, p. 1.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores distintos de acciones en poder de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

#### CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo

se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión infe-

rior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.



Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>5</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>6</sup>. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>7</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

6 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>8</sup>. 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 laborales<sup>9</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>10</sup>. 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<sup>11</sup>. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010<sup>12</sup> que implantó la NACE Revisión 2, la Clasificación Nacional de Actividades Económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva clasificación se inició en diciembre de 2011.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>13</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada

país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>14</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)<sup>15</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>16</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones

13 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

14 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

15 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

16 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales.

Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Euro-sistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros ac-

tivos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborales. El detalle por grupos de productos que figura

en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayo-

ristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

#### TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

## **EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO**

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.



## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 4 DE MARZO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

### 8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 10 DE MAYO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

### 10 DE JUNIO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

### 8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

### 7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2008 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

## **2 DE DICIEMBRE DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

## **13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

## **3 DE MARZO DE 2011**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

## **7 DE ABRIL DE 2011**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de

financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

## **5 DE MAYO DE 2011**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

## **9 DE JUNIO DE 2011**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, se continuarán aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

## **7 DE JULIO DE 2011**

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

#### 4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha decidido adoptar varias medidas para hacer frente a las nuevas tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, ha decidido que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También ha adoptado una decisión sobre los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en particular, continuar con los procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### 8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

#### 6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También ha acordado los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente ejecutará dos operaciones de financiación a plazo más largo — una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuará aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus

operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno ha decidido iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

#### 3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

#### 8 DE DICIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de diciembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento aproximado a tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1 %, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

#### 12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.





## 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

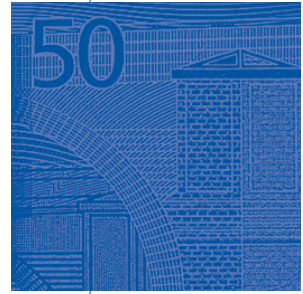
### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- 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](mailto: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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos exteriores netos de las IFM:** Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Comercio exterior de bienes:** Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta corriente:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta de transferencias corrientes:** Cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

**Cuenta de rentas:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

**Cuenta financiera:** Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** Descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

**Desinflación:** Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

**Deuda (Administraciones Públicas):** Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

**Deuda externa bruta:** El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

**Deuda pública indiciada con la inflación:** Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Empresas de seguros y fondos de pensiones:** Sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB):** Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2 %. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

**Exigencia de reservas:** Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Facilidad marginal de crédito:** Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Factores autónomos de liquidez:** Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.



**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

**Inversiones directas:** Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

**M1:** Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

**Operaciones de absorción de liquidez:** Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

**Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

**Operación de mercado abierto:** Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

**Operación principal de financiación (OPF):** Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Otras inversiones:** Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** Total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Sociedad instrumental:** Entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

**Subasta a tipo de interés fijo:** Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

**Subasta a tipo de interés variable:** Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo mínimo de puja:** Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

**Titulización:** Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

**Vacantes:** Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

**Valores de renta variable:** Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad:** El grado de fluctuación de una variable dada.

**Volatilidad implícita:** La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.