



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
AGOSTO**





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL AGOSTO 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 1 de agosto de 2012.

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



ÍNDICE

EDITORIAL	5
EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	
Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	18
Precios y costes	48
Producto, demanda y mercado de trabajo	58
Recuadros	
1 Evolución reciente de los precios del petróleo	13
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2012	22
3 Cuentas integradas de la zona del euro del primer trimestre de 2012	42
4 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al tercer trimestre de 2012	53
5 Procesos de ajuste en la zona del euro: evolución en Irlanda, Grecia, España, Chipre y Portugal	63
ARTÍCULOS	
Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria	69
Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana	83
ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO	SI
ANEXOS	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Publicaciones del Banco Central Europeo	V
Glosario	VII

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

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

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



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de agosto, 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 la bajada de 25 puntos básicos acordada en julio. Como se señaló en julio, la inflación debería seguir reduciéndose durante 2012 y volver a situarse por debajo del 2% en 2013. Conforme a este panorama, el ritmo de la expansión monetaria subyacente sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación para la economía de la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2% a medio plazo. Al mismo tiempo, el crecimiento económico de la zona del euro sigue siendo débil, en un contexto en el que las tensiones existentes en los mercados financieros y una elevada incertidumbre lastran la confianza y el clima económico. Una nueva intensificación de las tensiones de los mercados financieros podría inclinar a la baja el equilibrio de los riesgos para el crecimiento y para la inflación.

El Consejo de Gobierno ha debatido detenidamente las opciones para hacer frente a las graves disfunciones del proceso de formación de precios en los mercados de deuda de los países de la zona del euro. Se han registrado primas de riesgo excepcionalmente altas en los precios de la deuda pública de algunos países y la fragmentación financiera está obstaculizando el funcionamiento efectivo de la política monetaria. Las primas de riesgo relacionadas con temores referidos a la reversibilidad del euro son inaceptables, y han de afrontarse de manera contundente. El euro es irreversible.

A fin de crear las condiciones fundamentales para la desaparición de dichas primas de riesgo, los responsables de las políticas de la zona del euro han de avanzar con gran determinación en el saneamiento de las finanzas públicas, las reformas estructurales y la construcción de las instituciones europeas. Puesto que la aplicación de estas medidas lleva tiempo y los mercados financieros suelen ajustarse una vez que el éxito se hace claramente visible, los Gobiernos deben estar dispuestos a activar la FEEF y el MEDE en el mercado de deuda

en caso de que existan circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera, con una condicionalidad estricta y efectiva acorde con las directrices establecidas.

El cumplimiento por los Gobiernos de los compromisos adquiridos y el desempeño por la FEEF y el MEDE del papel que tienen asignado son condiciones necesarias. El Consejo de Gobierno, en el marco de su mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo y en el ejercicio de su independencia en la determinación de la política monetaria, puede llevar a cabo operaciones de mercado abierto en firme del tamaño adecuado para alcanzar su objetivo. En este contexto, se atenderá la preocupación de los inversores privados por la preferencia de las deudas. Asimismo, el Consejo de Gobierno podría considerar la adopción de nuevas medidas de política monetaria no convencionales acordes con la necesidad de reparar la transmisión de la política monetaria. En el curso de las próximas semanas, el Eurosistema determinará las modalidades adecuadas de dichas medidas.

Por lo que se refiere al análisis económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras un descenso del 0,3% en el trimestre anterior. Los indicadores económicos apuntan a una actividad económica débil en el segundo trimestre de 2012 y al principio del tercer trimestre, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro se recupere de forma muy gradual, ya que el impulso del crecimiento se ve además amortiguado por varios factores. En particular, se espera que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y sus efectos en las condiciones de financiación, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y las elevadas tasas de desempleo repercutan sobre el dinamismo subyacente del crecimiento, que se ve asimismo afectado por la desaceleración mundial en curso.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja, y se

relacionan, en particular, con las tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro y su posible contagio a la economía real de la zona, así como con posibles nuevos incrementos de los precios de la energía a medio plazo.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC se situó en el 2,4% en julio de 2012, sin variación respecto del mes anterior. Sobre la base de los precios actuales de los futuros del petróleo, las tasas de inflación deberían seguir descendiendo durante 2012 y volver a situarse por debajo del 2% en 2013. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas, y con precios de la energía superiores a los previstos a medio plazo. Los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, como resultado, en particular, de una nueva intensificación de las tensiones en los mercados financieros. Dicha intensificación podría inclinar a la baja el equilibrio de los riesgos.

En lo que respecta al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,2% en junio de 2012, ligeramente por encima del 3,1% observado en el mes anterior, y próxima a la tasa registrada al final del primer trimestre. En conjunto, los flujos de entrada en el agregado monetario amplio en el segundo trimestre fueron débiles. La tasa de crecimiento interanual de M1 volvió a incrementarse hasta situarse en el 3,5% en junio, en consonancia con la creciente preferencia de los inversores por instrumentos líquidos en un entorno de tipos de interés bajos y elevada incertidumbre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) descendió en junio hasta el 0,3% desde el 0,5% registrado en mayo. Debido a las amortizaciones netas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos) observadas en junio, las tasas de variación interanual de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones de préstamos) descendieron nuevamente en junio hasta el -0,3% y el 1,1%, respectivamente. En gran medida, la moderación del crecimiento de los préstamos refleja la situación actual del ciclo, la más elevada aversión al riesgo y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, todo lo cual influye negativamente en la demanda de crédito. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el segundo trimestre de 2012 confirman una considerable contribución de los factores del lado de la demanda a la debilidad del crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM. La encuesta muestra también que el endurecimiento neto de los criterios aplicados por las entidades de crédito para la concesión de préstamos en el conjunto de la zona del euro se ha mantenido estable en general en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el trimestre anterior, tanto para los préstamos concedidos a hogares como para los concedidos a empresas.

Respecto al futuro, es esencial que las entidades de crédito incrementen su capacidad de resistencia en los casos en que resulte necesario. La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como para normalizar todos los canales de financiación.

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

Aunque en los últimos años se han logrado progresos significativos en el ámbito del saneamiento

presupuestario, es necesario adoptar nuevas medidas urgentes y decididas para mejorar la competitividad. Desde 2009 hasta 2011, los países de la zona del euro han reducido en promedio su ratio de déficit en relación con el PIB en 2,3 puntos porcentuales, y la ratio del déficit primario ha mejorado alrededor de 2,5 puntos porcentuales. En la zona del euro el ajuste fiscal ha continuado en 2012, y resulta indispensable que se mantengan los esfuerzos para restablecer situaciones presupuestarias saneadas. Al mismo tiempo, las reformas estructurales son tan necesarias como los esfuerzos de consolidación fiscal y las medidas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. En este ámbito se han logrado también ciertos progresos. Por ejemplo, los costes laborales unitarios y las cuentas corrientes han comenzado un proceso de corrección en la mayoría de los países afectados fuertemente por la crisis. No obstante, es necesario aplicar con rapidez y determinación

nuevas medidas de reforma. Las reformas del mercado de productos dirigidas a fomentar la competitividad y la creación de mercados de trabajo eficientes y flexibles son condiciones indispensables para la corrección de los desequilibrios existentes y el logro de un crecimiento fuerte y sostenible. Es ahora esencial que los Estados miembros pongan en marcha con determinación las recomendaciones específicas para cada país.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analizan las fuentes de heterogeneidad de las condiciones financieras, se trata sobre las implicaciones para la política monetaria única y se aclara el papel de otras políticas para superar los desequilibrios y divergencias estructurales. En el segundo artículo se evalúan las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

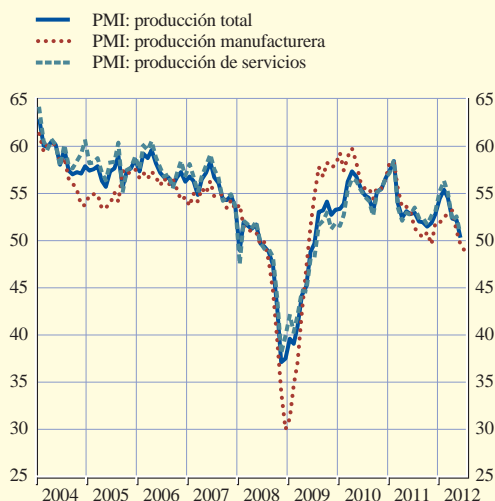
La recuperación de la economía mundial prosigue su curso, aunque a un ritmo desigual y gradual, y sigue estando sujeta a considerable fragilidad. Tras moderarse en el segundo trimestre de 2012, el débil dinamismo del crecimiento mundial parece haber continuado en el tercer trimestre del año, especialmente en Europa. La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses, principalmente como consecuencia del retroceso de los precios de las materias primas en el primer semestre del año.

El crecimiento de la economía mundial continúa siendo gradual, dispar según las regiones, y sigue estando sujeto a considerable fragilidad. La reciente publicación de las cifras de crecimiento del PIB real en el segundo trimestre, correspondientes a algunas de las principales economías, ha corroborado el flujo de indicadores económicos que sugerían una moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial. Según los últimos datos procedentes de las encuestas, la debilidad de la dinámica del crecimiento ha continuado hasta el comienzo del tercer trimestre de 2012, especialmente en Europa. En julio, el índice PMI global de producción del sector manufacturero registró un ligero descenso hasta 48,9, desde los 49,6 puntos de junio (véase gráfico 1). Europa siguió siendo la principal fuente de debilidad, pero el descenso del índice PMI también estuvo asociado a una caída del índice PMI global, excluida la zona del euro. En general, los persistentes impedimentos estructurales continúan frenando el ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas. En las economías emergentes, la actividad ha seguido aumentando a un ritmo más rápido que en las economías avanzadas, aunque el dinamismo del crecimiento también ha perdido impulso como consecuencia del anterior endurecimiento de las políticas y del debilitamiento de la demanda externa.

La inflación mundial ha seguido moderándose en los últimos meses. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo descendió hasta el 2% en el año transcurrido hasta junio, en comparación con el 2,1% observado en mayo y con el máximo del 3,3% registrado en septiembre del año pasado

Gráfico 1 PMI: producción mundial

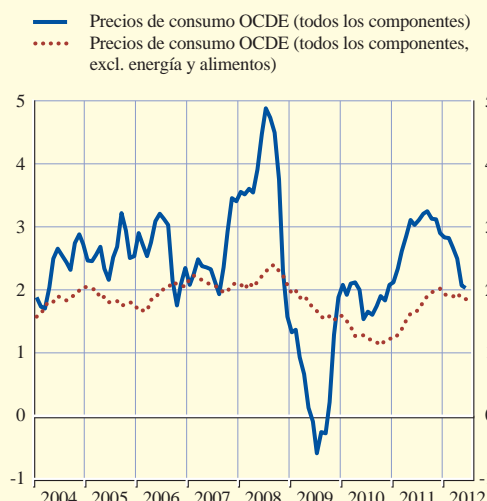
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

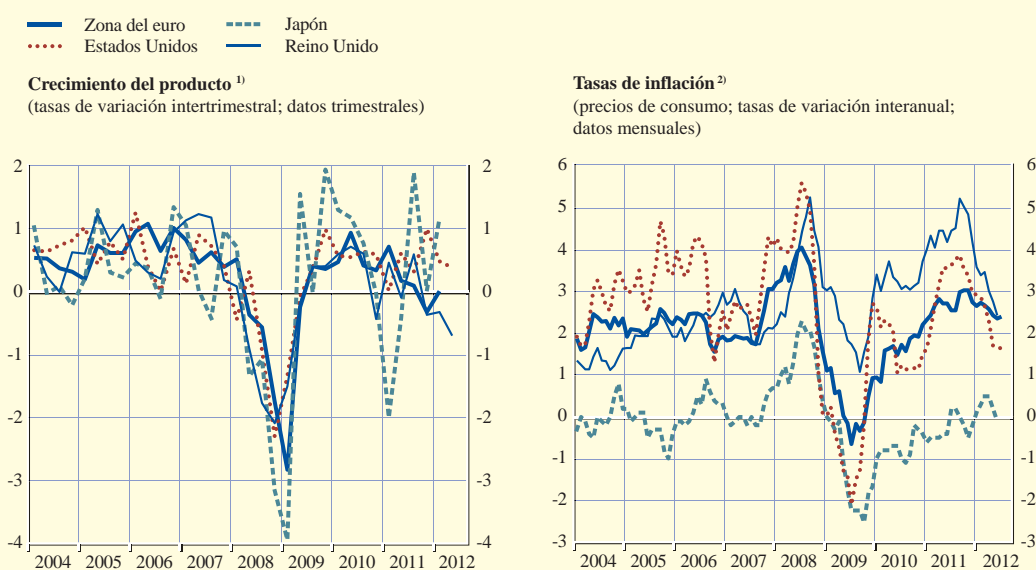
(véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo hasta el 1,8% en junio, desde el 1,9% de mayo. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual han seguido descendiendo en junio.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, el crecimiento económico experimentó una desaceleración en el segundo trimestre de 2012. La estimación de avance de la oficina de análisis económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 1,5% (0,4% en tasa intertrimestral) en el segundo trimestre de 2012, frente al 2% del trimestre anterior. La desaceleración se debió, principalmente, a un menor crecimiento del consumo —que se vio lastrado por un descenso del componente de bienes de consumo duradero— pero también a otra reducción del gasto público y a una contribución negativa de la demanda exterior neta (aunque tanto las exportaciones como las importaciones registraron una aceleración). Por otro lado, la contribución de las existencias se tornó positiva. Tanto la inversión no residencial como la residencial aumentaron sustancialmente en el segundo trimestre (aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre). La renta real disponible personal aumentó un 3,2% en el segundo trimestre, elevando la tasa de ahorro personal hasta el 4%, desde el 3,6% del primer trimestre. Los datos publicados incluyen revisiones de las cifras históricas hasta 2009, que indican que, en el período 2008-2011, el crecimiento del PIB real fue, en promedio, menor (un 0,3% en tasa anualizada, frente al 0,4% publicado anteriormente). La tasa de variación del PIB real se revisó al alza 0,4 puntos porcentuales para 2009, a la baja 0,6 puntos porcentuales para 2010 y al alza 0,1 puntos porcentuales para 2011, lo que indica que la recesión de 2009 fue menos pronunciada, mientras que la recuperación de 2010 fue más débil.

En junio, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo sin variación en el 1,7%. La moderación de la inflación medida por el IPC sigue reflejando el descenso de los precios de la energía, que bajaron un

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.

3,9% tanto en mayo como en junio, en comparación con los mismos meses del año anterior. También en tasa interanual, los incrementos de los precios de los alimentos siguieron moderándose hasta junio, situándose en el 2,7%, tras el máximo del 4,7% alcanzado en octubre de 2011. Excluidos estos componentes, la inflación subyacente se redujo hasta el 2,2%, tras mantenerse en el 2,3% durante los tres meses anteriores. El descenso de la inflación subyacente se explica por los menores incrementos de los precios de las prendas de vestir, los automóviles y la vivienda. Para el conjunto del segundo trimestre de 2012, la inflación interanual medida por el IPC se situó, en promedio, en el 1,9%, frente al 2,8% del primer trimestre.

El 1 de agosto de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó que la actividad económica había experimentado una ligera desaceleración en el primer semestre de 2012 y reconoció que el crecimiento del empleo había sido lento en los últimos meses. El Comité decidió mantener entre el 0% y el 0,25% la banda fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta finales de 2014.

JAPÓN

En Japón, la economía muestra señales de que el ritmo de expansión de la actividad económica se ha moderado en cierta medida últimamente, tras el sólido crecimiento del PIB registrado en el primer trimestre de 2012. En los últimos meses, los datos de las encuestas de opinión han venido indicando un deterioro del clima económico en el sector manufacturero, que se ha reflejado en las cifras de producción industrial correspondientes a junio, que muestran una caída de la actividad por tercer mes consecutivo. Esta contracción de la actividad en el sector manufacturero guarda relación, en parte, con la debilidad de las exportaciones, que se redujeron, en términos reales, por segundo mes consecutivo en junio, en un contexto de fortaleza del yen y de desaceleración de la demanda externa de bienes japoneses. Como resultado del discreto crecimiento de las exportaciones y del aumento sostenido de las importaciones de energía desde el cierre de la central nuclear tras el desastre de marzo del pasado año, Japón registró el mayor déficit comercial semestral de la historia de la posguerra en el primer semestre de 2012. No obstante, el clima en el sector no manufacturero sigue dando señales de resistencia, ya que la demanda interna es firme en un contexto de solidez del consumo privado y de continuidad de las medidas de reconstrucción promovidas por el sector público.

La inflación interanual medida por el IPC descendió en junio hasta el -0,2% (desde el 0,2% del mes anterior), debido principalmente a la caída de los precios de la energía y de los bienes de consumo duradero. Excluidos los alimentos frescos, la inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el -0,2% en junio, frente al -0,1% de mayo, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos, la tasa interanual se mantiene sin variación en el -0,6%. En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 12 de julio, el Banco de Japón decidió mantener el objetivo fijado para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía dentro de un intervalo del 0% al 0,1%. Además, incrementó sus compras al contado de letras de descuento del Tesoro en unos 5 billones de yenes, al tiempo que redujo, por el mismo importe, sus operaciones de provisión de fondos a tipo de interés fijo.

REINO UNIDO

La estimación provisional del crecimiento del PIB real del Reino Unido indica que la actividad se redujo un 0,7%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, lastrada, principalmente, por una caída en los sectores de construcción y producción. Aunque la reducción también es atribuible a factores transitorios, la contracción de la producción por tercer trimestre consecutivo indica cierta debilidad del crecimiento subyacente de la actividad en Reino Unido. Los datos de alta frecuencia más recientes ofrecen señales ambivalentes, pero confirman, en general, la debilidad de la economía. Los indicadores

de opinión del sector manufacturero experimentaron un considerable deterioro en julio y se mantienen en un nivel coherente con una contracción de la actividad. En el sector servicios, aunque ha disminuido la confianza, los indicadores de opinión continúan apuntando a una expansión de la actividad. La confianza de los consumidores ha seguido siendo escasa, aunque la situación del mercado de trabajo ha mostrado algunas señales de mejora. De cara al futuro, es probable que la recuperación económica solo cobre impulso de manera muy gradual con importantes riesgos a la baja, ya que 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.

La inflación interanual medida por el IPC se redujo hasta el 2,4% en junio, desde el 2,8% de mayo, mientras que, si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se redujo del 2,4% al 2,2%. La caída de la inflación se debió, principalmente, al descenso de los precios de las materias primas y de los artículos de vestir. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar aún más las presiones inflacionistas. En su reunión de 5 de julio, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y, al mismo tiempo, incrementó el volumen de su programa de compras de activos en 50 mm de libras esterlinas, hasta un total de 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

En China, los datos publicados recientemente confirman la desaceleración de la actividad económica. En el segundo trimestre de 2012, el crecimiento del PIB real se ralentizó con respecto a hace un año, hasta el 7,6%, desde el 8,1% del primer trimestre. En tasa intertrimestral, el crecimiento experimentó una ligera aceleración hasta el 1,8%, desde el 1,6%, estimulado por el consumo y la inversión. La contribución de la demanda exterior neta siguió siendo ligeramente negativa. El índice PMI del sector manufacturero del HSBC aumentó de 48,2 en junio a 49,3 en julio, el nivel más alto registrado desde febrero. Por primera vez desde octubre de 2011, el número de ciudades que declararon incrementos de los precios de la vivienda en junio, en comparación con mayo, fue mayor que las que declararon descensos, lo que sugiere que los precios de la vivienda podrían haber tocado fondo. El espacio de suelo vendido también parece estar casi estabilizándose. En junio, las exportaciones aumentaron mucho más que las importaciones en comparación con las cifras de hace un año (11,3% frente a 6,3%), lo que dio lugar a un saldo comercial significativamente mayor. Sin embargo, el saldo comercial móvil de doce meses se mantuvo dentro del intervalo observado desde comienzos de 2010. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió descendiendo en junio hasta el 2,2%. El 25 de julio, la Autoridad Monetaria de Hong Kong anunció que, a partir del 1 de agosto, las entidades de crédito de Hong Kong podrían comenzar a ofrecer una gama completa de servicios en renminbis a los no residentes, incluido el cambio ilimitado de renminbis por dólares de Hong Kong y viceversa. Esta decisión forma parte de una serie de medidas encaminadas a hacer de Hong Kong uno de los principales centros extraterritoriales de negociación del renminbi.

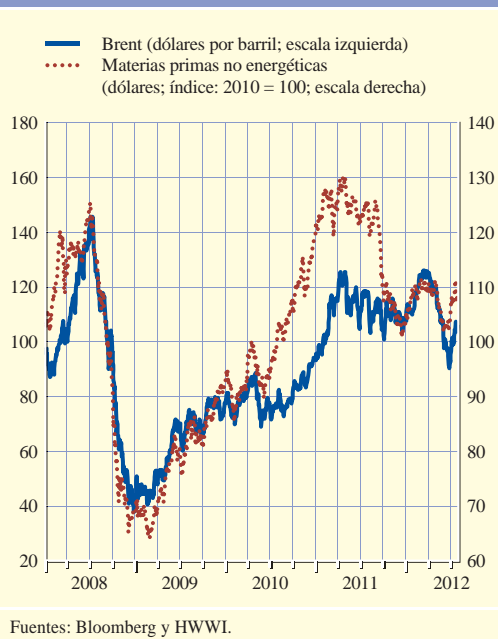
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo aumentaron en julio, invirtiendo así la tendencia a la baja que se había iniciado a mediados de marzo. El 1 de agosto, el precio del barril de Brent se situaba en 106 dólares estadounidenses, lo que representa una subida del 17% con respecto al mínimo registrado el 26 de junio, pero todavía un 16% por debajo del máximo alcanzado el 14 de marzo de 2012 (véanse gráfico 4 y también el recuadro 1). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios del crudo más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 100 dólares estadounidenses el barril.

La subida de los precios del petróleo parece haber sido consecuencia del resurgir de las tensiones con respecto a Irán. Según el informe Oil Market Report, de la Agencia Internacional de la Energía, a pesar de que la producción de Arabia Saudita alcanzó casi un nivel récord en junio, la oferta de la OPEP se redujo como consecuencia de las caídas en Angola e Irán. También se redujo la oferta de los países productores no pertenecientes a la OPEP, como resultado de las huelgas laborales, el mal tiempo y el mantenimiento planificado. Además, a pesar del debilitamiento de la actividad económica mundial, se prevé que la demanda de petróleo se recupere en el tercer trimestre de 2012, debido a los componentes estacionales, lo que también podría haber contribuido a impulsar al alza los precios.

Los precios de las materias primas no energéticas aumentaron en junio en términos agregados, impulsados principalmente por las materias primas agrícolas, como consecuencia de las sequías experimentadas en Estados Unidos. Por el contrario, los precios de los metales descendieron ligeramente en julio. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de julio de 2012, un 3 % por encima del nivel de comienzos del año.

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Recuadro I

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Los precios del barril de Brent descendieron desde el nivel de más de 125 dólares estadounidenses observado a mediados de marzo hasta un mínimo de 90 dólares a finales de junio. La evolución del equilibrio entre oferta y demanda en el primer semestre del año arroja algo de luz respecto a este descenso. En particular, la caída de la demanda, combinada con el aumento de la oferta, presionó a la baja sobre los precios durante este período.

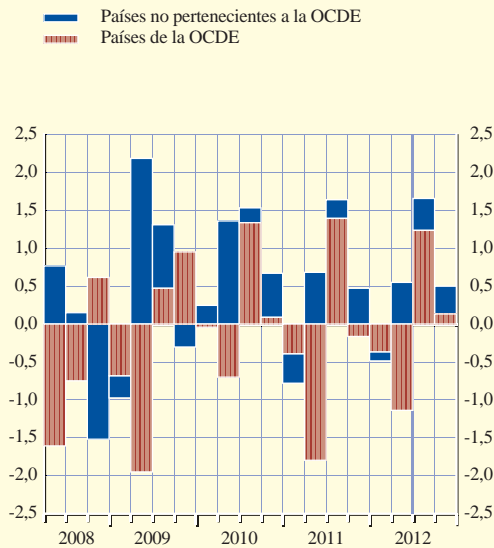
Variables fundamentales del mercado de petróleo

La demanda de petróleo experimentó una caída en el primer semestre de 2012 (véase gráfico A), como consecuencia de la moderación del ritmo de crecimiento económico mundial y de factores estacionales, ya que la demanda de las economías de la OCDE suele reducirse en el segundo trimestre del año. De cara al futuro, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé un incremento de la demanda de petróleo en el tercer trimestre de 2012.

Por lo que respecta a la oferta, el gráfico B muestra la producción de petróleo tanto de los países de la OPEP como de los no pertenecientes a esta organización. La producción de la OPEP se redujo de forma

Gráfico A Variaciones de la demanda mundial de petróleo

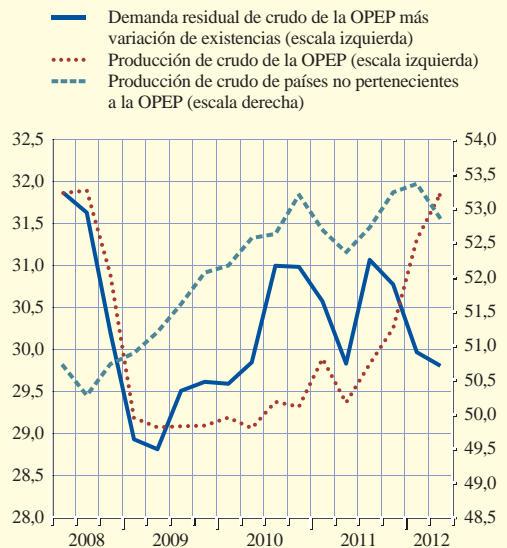
(millones de barriles diarios; variaciones trimestrales)



Fuente: AIE.
Notas: La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. Proyecciones de la AIE para los meses restantes de 2012.

Gráfico B Medidas de la oferta y la demanda de petróleo

(millones de barriles diarios; datos trimestrales)



Fuente: AIE.
Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2012, salvo en el caso de la demanda residual de la OPEP, para la que la última observación corresponde a mayo de 2012 (para calcular la media del segundo trimestre de 2012 se utilizan las proyecciones de la AIE). La demanda residual de crudo de la OPEP es una medida del «exceso de demanda» al que se enfrentan los países de esta organización y es igual a la demanda mundial de petróleo menos la suma de la producción de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP y la producción de los países de la OPEP no sujetos a acuerdos en materia de cuotas.

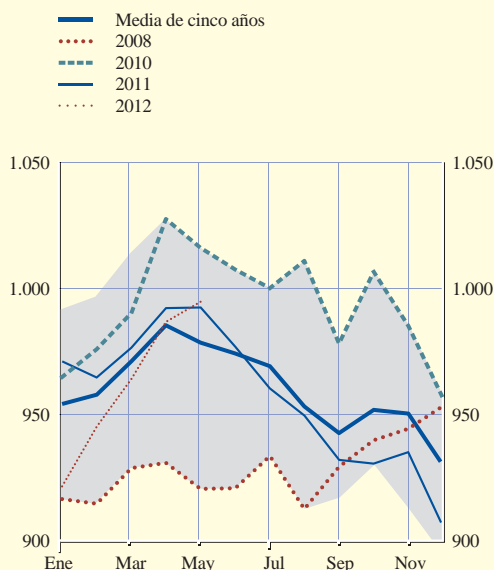
acusada a partir de mediados de 2008, tras la crisis financiera, y no se recuperó hasta el segundo trimestre de 2011. Desde entonces, la oferta de petróleo crudo de la OPEP ha aumentado, impulsada principalmente por la decisión de Arabia Saudita de incrementar la producción en vista de la agitación política en Libia. Arabia Saudita produce actualmente al nivel máximo de los últimos 30 años, en parte para contrarrestar la posible pérdida de petróleo iraní resultante de las sanciones impuestas por la UE¹. En cambio, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP aumentó en el primer trimestre de 2012 y se redujo en el segundo, en paralelo con la evolución de los precios del petróleo.

El gráfico B muestra también la evolución de la demanda a la que se enfrentan los países de la OPEP, medida por la demanda residual de crudo de estos países más la variación de las existencias. Esta demanda residual se mide por la diferencia entre la demanda mundial de petróleo y la oferta de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP². Si la demanda residual es mayor que la producción de crudo de la OPEP, como ocurrió entre mediados de 2009 y finales de 2011, ello significa que los productores no pueden hacer frente totalmente a la demanda de petróleo de las refinerías, lo que se traduce en un descenso de las existencias de crudo (véase gráfico C). Si, por el contrario, la oferta de la

1 Esta decisión de Arabia Saudita podría justificarse como la medida adoptada por un productor en situación de monopolio para maximizar el beneficio frente a las variaciones de su demanda residual. Véase A. Nakov y G. Nuño, «Saudi Aramco and the Oil Market», *Working Paper Series* n.º 1354, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.
2 Para ser precisos, la demanda residual incluye, además, la producción de gases naturales licuados de los países de la OPEP, productos que no están sujetos a los acuerdos de la OPEP en materia de cuotas.

Gráfico C Existencias de petróleo crudo en los países de la OCDE

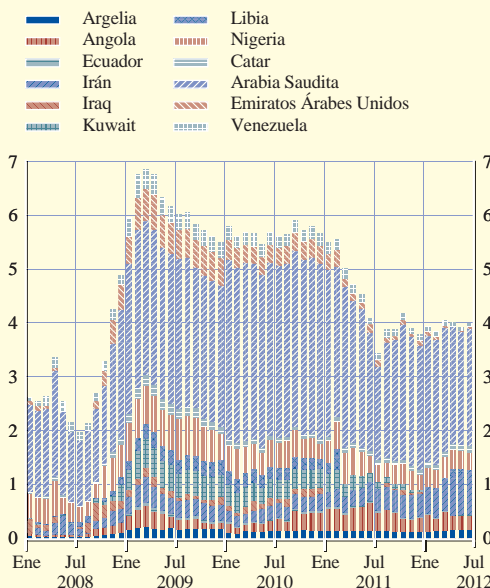
(millones de barriles)



Fuente: AIE.
Notas: La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en gris indica la horquilla de las existencias desde 2008 hasta 2011.

Gráfico D Capacidad excedentaria estimada de los países productores de la OPEP

(millones de barriles diarios)



Fuente: Bloomberg.
Nota: La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

OPEP es mayor que la demanda residual, como ocurrió en el primer semestre de 2012, significa que los productores están suministrando más petróleo de lo que demandan las refinerías, lo que hace que aumenten las existencias. Ese aumento de las existencias genera, normalmente, presiones a la baja sobre los precios del petróleo, como sucedió entre marzo y mayo de 2012.

El fuerte incremento de la oferta de petróleo ha reducido, inevitablemente, la capacidad excedentaria de producción de los países de la OPEP. Las estimaciones actuales de dicha capacidad sugieren una sustancial reducción desde mediados de 2011 (véase gráfico D). La mayor parte de esta caída se debe al aumento de la producción de Arabia Saudita, el «productor oscilante» del mercado. No obstante, la capacidad excedentaria se mantiene actualmente por encima del nivel registrado antes de la crisis.

Perspectivas y riesgos del mercado de petróleo

De cara al futuro, la evolución de los precios del petróleo dependerá de cómo evolucione el equilibrio entre la oferta y la demanda. La AIE prevé un repunte de la demanda de petróleo en los próximos meses, superándose así la barrera histórica de 90 millones de barriles diarios en 2012, lo que podría dar lugar a presiones alcistas sobre los precios. La oferta actual es suficiente para hacer frente a este posible incremento de la demanda. No obstante, la reducción de la capacidad excedentaria de producción será también un factor de tensión en el mercado.

Por lo que respecta al balance de riesgos, el principal riesgo a la baja para las perspectivas es que la desaceleración económica mundial sea más acusada de lo previsto. El principal riesgo al alza es que

se produzca una súbita perturbación de oferta, por ejemplo, si se intensificaran las tensiones en relación con Irán. En un escenario como ese, habida cuenta de los niveles actuales de capacidad excedentaria, sería difícil contrarrestar plenamente la pérdida de producción de Irán.

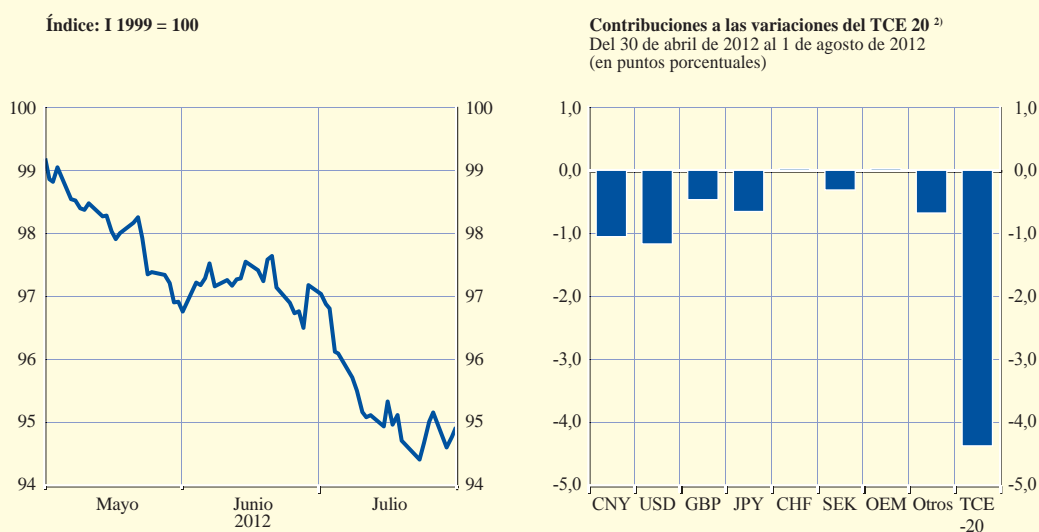
1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de abril y principios de agosto de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro se depreció en general en un contexto de nuevo aumento de la volatilidad. El 1 de agosto de 2012, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un 4,4 % por debajo del nivel registrado a finales de abril de 2012 y un 8,2 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha depreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 30 de abril y el 1 de agosto de 2012, el euro experimentó una depreciación sostenida frente al dólar estadounidense (6,9 %), el yen japonés (9,1 %) y la libra esterlina (3,1 %). Durante el mismo período, el euro se depreció también frente a algunas otras monedas europeas (véase cuadro 1), como el forint húngaro (2,2 %) y el zloty polaco (1,6 %), pero se apreció frente al leu rumano (4,2 %) y la corona checa (2 %). La volatilidad de los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, aumentó durante todo el mes de mayo con respecto a los niveles relativamente bajos registrado a finales de abril, pero se redujo en junio y, a partir de julio, se ha estabilizado en torno a las medias históricas.

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

(datos diarios)



Fuente: BCE.

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

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

Cuadro I Evolución del tipo de cambio del euro¹⁾

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel a 1 de agosto de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 1 de agosto de 2012		
			desde:		en comparación con:
			30 de abril de 2012	2 de enero de 2012	media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,832	-5,6	-3,9	-12,9
Dólar estadounidense	16,9	1,230	-6,9	-4,9	-11,6
Libra esterlina	14,9	0,788	-3,1	-5,7	-9,3
Yen japonés	7,2	96,2	-9,1	-3,3	-13,3
Franco suizo	6,5	1,201	0,0	-1,2	-2,5
Zloty polaco	6,2	4,106	-1,6	-8,2	-0,4
Corona checa	5,0	25,36	2,0	-0,6	3,1
Corona sueca	4,7	8,319	-6,7	-6,8	-7,9
Won coreano	3,9	1.386	-7,1	-7,2	-10,1
Forint húngaro	3,2	280,4	-2,2	-10,8	0,4
TCEN ²⁾		94,9	-4,4	-4,6	-8,2

Fuente: BCE.

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

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

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

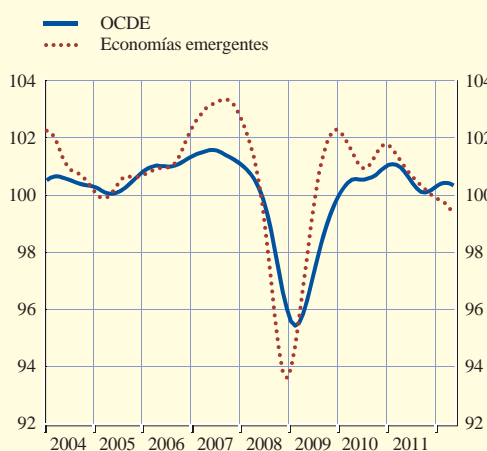
I.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, se espera que el crecimiento de la economía mundial repunte de forma muy gradual. El índice PMI de nuevos pedidos del sector manufacturero se redujo ligeramente, hasta 47,2 en julio, desde los 48,1 puntos registrados en junio, de lo que se deduce que la coyuntura económica es débil. El indicador sintético adelantado de la OCDE, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, se contrajo ligeramente en mayo, lo que indica una moderación de la actividad en el ámbito de la OCDE.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un elevado grado de incertidumbre, como consecuencia de las tensiones en segmentos clave del mercado financiero, así como de los desequilibrios presupuestarios y mundiales. Además, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio suponen un riesgo al alza para los precios del petróleo y un riesgo a la baja para la economía mundial.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

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

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Los datos monetarios de junio apuntan a que el crecimiento monetario y crediticio subyacente fue débil. El único subcomponente de M3 que registró entradas en junio fue M1, mostrando la preferencia de los sectores tenedores de dinero por la liquidez. En cuanto al activo de los balances consolidados de las IFM, la actual falta de dinamismo del crédito concedido por este sector puede explicarse, en gran parte, por las condiciones de demanda, aunque en algunos países de la zona del euro continúan las restricciones de oferta. Para asegurar la financiación adecuada de la economía cuando se recupere la demanda, será necesario avanzar en el ajuste de los balances de las entidades de crédito en estos países.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable y se situó en el 3,2% en junio de 2012, frente al 3,1% de mayo (véase gráfico 7). Este ligero aumento reflejó unos flujos mensuales de entrada moderados. Si se analiza más allá de la volatilidad de los flujos mensuales de M3 en el segundo trimestre de 2012, la evolución de junio confirmó la progresiva desaparición de los impulsos del crecimiento monetario observados entre enero y marzo de 2012. A diferencia de mayo, el volumen de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central fue reducido y solo afectó levemente a los flujos mensuales del agregado monetario amplio. La tasa de crecimiento interanual de M3, ajustada por el impacto de las citadas operaciones, se situó en el 3% en junio, sin apenas variación con respecto a mayo. Los desplazamientos de fondos dentro de M3 favorecieron a los instrumentos líquidos incluidos en M1 en un entorno de bajos tipos de interés y de elevada incertidumbre, lo que confirma la tendencia observada en los meses anteriores.

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras y a los hogares continuó descendiendo, en línea con la debilidad de la demanda, aunque en algunos países la ralentización también estuvo relacionada con restricciones de oferta. En cambio, el flujo del crédito a las Administraciones Públicas siguió siendo significativo en junio. Además, el movimiento hacia vencimientos más cortos, como refleja, por ejemplo, la reducción de los pasivos financieros a más largo plazo, continuó respaldando el crecimiento de M3 en junio. En conjunto, el volumen de los principales activos de las IFM de la zona del euro experimentó un ligero incremento en junio.

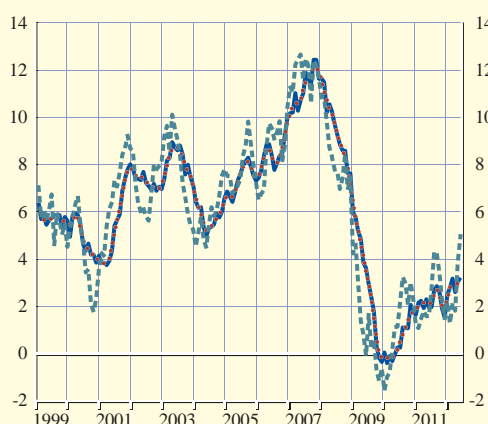
PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El componente monetario que más contribuyó a los tímidos flujos mensuales de entrada en M3 en junio fue el más líquido, M1, cuya tasa de crecimiento interanual aumentó hasta el 3,5%, desde el 3,3% del mes anterior. En concreto, los depósitos a la vista registraron notables entradas que reflejaron no solo

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

algunas operaciones temporales de intermediarios financieros no monetarios, sino también el trasvase de fondos de las entidades privadas no financieras hacia activos más líquidos, principalmente en detrimento de otros componentes de M3. Los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 menos M1) no se modificaron en junio, ya que las entradas en los depósitos de ahorro a corto plazo (disponibles con preaviso hasta tres meses) contrarrestaron las salidas de depósitos a plazo hasta dos años observadas a escala de la zona del euro. Por consiguiente, la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo se mantuvo en el 2,3% en junio, prácticamente sin cambios con respecto a mayo.

A pesar del estancamiento de los flujos mensuales, la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables (M3 menos M2) se incrementó hasta situarse en el 5,1% en junio, frente al 4,5% de mayo. Los valores distintos de acciones a corto plazo (con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM fueron el único subcomponente de los instrumentos negociables en el que se registraron entradas mensuales en junio, atribuible a las adquisiciones realizadas por los fondos de inversión. Esta demanda vino a sustituir, en parte, a la menor demanda de dichos valores por parte de los fondos del mercado monetario, que fue atribuible a las retiradas de fondos/participaciones en dichos fondos en junio. Las cesiones temporales (repos) registraron salidas moderadas. El flujo mensual de operaciones interbancarias con garantías realizadas a través de entidades de contrapartida central fue moderado, pero enmascaró una evolución dispar entre países. Mientras que la mayor preocupación en torno a los sistemas bancarios de algunos Estados miembros de la zona del euro se tradujo en un incremento de los volúmenes de operaciones interbancarias con garantías, en otros países se observaron salidas de repos realizadas a través de entidades de contrapartida central como consecuencia de la menor necesidad de liquidez y de consideraciones relativas a los activos de garantía.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle puntual por sectores, aumentó hasta el 2,6% en junio, frente al 2,4% de mayo. En junio, todos los sectores contribuyeron positivamente a esta tasa interanual, especialmente los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF), siendo los hogares los que más contribuyeron. En cambio, en términos intermensuales, las empresas de seguros y fondos de pensiones redujeron significativamente sus tenencias de estos depósitos en junio.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación en junio, en el 1,4%, reflejando, no obstante, una evolución dispar de sus principales componentes (véase cuadro 2). Por una parte, la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas aumentó en junio y se situó en el 9,4%, frente al 9,1% de mayo. Este incremento fue consecuencia, principalmente, del flujo mensual positivo de préstamos a las Administraciones Públicas y, en menor medida, de las adquisiciones de valores de deuda pública por parte de las IFM.

Por otra parte, el crédito al sector privado continuó disminuyendo en junio y su tasa de crecimiento interanual se mantuvo en terreno negativo (en el -0,4%, frente al -0,2% de mayo) (véase gráfico 8). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado (ajustados de ventas y titulizaciones) experimentó un nuevo descenso y se situó en el 0,3% en junio, frente al 0,5% de mayo.

El crédito al sector privado siguió viéndose afectado principalmente por la debilidad de la demanda y por el bajo nivel de confianza de los consumidores y las empresas y, en algunos países de la zona

Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 May	2012 Jun
M1	49,3	1,4	1,9	2,3	2,7	3,3	3,5
Efectivo en circulación	8,7	4,5	6,2	6,1	5,5	5,5	5,5
Depósitos a la vista	40,6	0,8	1,0	1,5	2,2	2,9	3,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,1	3,4	2,3	2,7	2,8	2,3	2,3
Depósitos a plazo hasta dos años							
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	18,9	3,1	2,0	3,4	2,7	1,6	1,4
	20,2	3,7	2,5	2,1	2,9	3,0	3,3
M2	88,4	2,3	2,1	2,5	2,8	2,9	3,0
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,6	2,7	3,5	3,1	4,4	4,5	5,1
M3	100,0	2,4	2,2	2,5	3,0	3,1	3,2
Crédito a residentes en la zona del euro		2,4	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4
Crédito a las Administraciones Públicas		5,2	1,4	5,2	8,4	9,1	9,4
Préstamos a las Administraciones Públicas		7,0	-2,1	-4,6	-1,7	-0,8	1,5
Crédito al sector privado		1,8	1,3	0,5	-0,1	-0,2	-0,4
Préstamos al sector privado		2,5	2,1	0,9	0,1	-0,1	-0,2
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾		2,7	2,3	1,3	0,7	0,5	0,3
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		3,5	2,6	0,4	-2,4	-3,1	-3,6

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.

del euro, por la desfavorable evolución de los balances de las entidades de crédito. A escala de la zona del euro, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares por parte de las entidades de crédito se mantuvo prácticamente estable en el segundo trimestre de 2012 (véase recuadro 2).

Así pues, en junio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras volvió a disminuir, como consecuencia tanto de unas amortizaciones netas de préstamos moderadas como de un efecto de base, pasando a un nivel negativo del -0,3 %, frente al 0,3 % de mayo (véase cuadro 3). En la zona del euro, los flujos de crédito a todos los plazos fueron tímidos, pero ocultaron una evolución dispar entre países, principalmente en los préstamos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también continuó desacelerándose en junio, situándose en el 1,1 %, frente al 1,3 % de mayo. Esta desaceleración fue atribuible, en particular, a las amortizaciones netas mensuales de crédito al consumo. En el recuadro 3 se presenta un análisis sectorial del ahorro, la inversión y la financiación (véase sección 2.6).

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) volvió a descender en junio, hasta situarse en el -3,6 %, frente al -3,1 % de mayo. Esta disminución se repartió uniformemente entre: i) los depósitos a más de dos años, y ii) las tenencias de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM por parte del sector tenedor de dinero. Además, se concentró principalmente en un país de la zona del euro y fue consecuencia tanto del vencimiento como de la recompra de valores distintos de acciones por parte de las IFM.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una disminución de 66 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta junio (en comparación con un descenso de 23 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta mayo). La tercera parte de estas salidas interanuales

Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 May	2012 Jun
Sociedades no financieras	42,1	1,6	1,7	0,7	0,1	0,0	-0,6
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	-	2,3	2,1	0,9	0,3	0,3	-0,3
Hasta un año	24,5	4,1	3,7	0,5	-0,1	0,1	-1,9
De uno a cinco años	18,0	-2,8	-2,5	-2,9	-2,5	-2,5	-2,5
Más de cinco años	57,5	2,1	2,3	2,0	1,0	0,8	0,6
Hogares ³⁾	47,1	3,0	2,2	1,2	0,4	0,3	0,3
<i>Ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾</i>	-	2,7	2,3	1,9	1,4	1,3	1,1
Crédito al consumo ⁴⁾	11,7	-2,0	-2,0	-1,8	-2,1	-1,9	-1,9
Préstamos para adquisición de vivienda ⁴⁾	72,6	4,0	3,0	1,8	0,9	0,8	0,8
Otras finalidades	15,7	2,4	1,8	0,9	0,2	-0,1	-0,4
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	7,1	4,2	-3,1	-5,4	-6,4	-5,9
Otros intermediarios financieros no monetarios	10,1	3,9	3,3	1,1	-0,7	-1,9	0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

3) Según la definición del SEC 95.

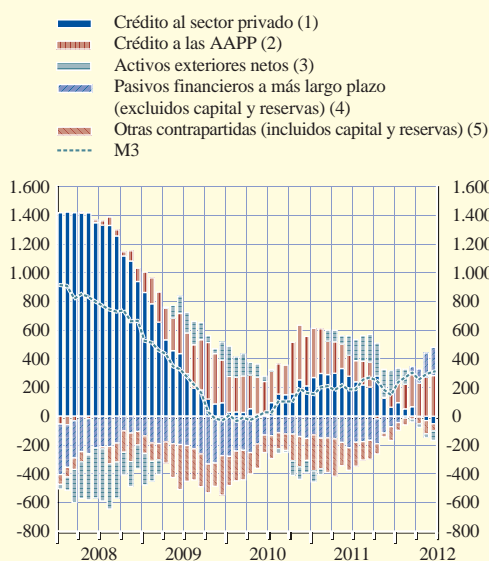
4) Las definiciones de crédito al consumo y de préstamos para adquisición de vivienda no son totalmente homogéneas en la zona del euro.

correspondieron a los flujos mensuales de junio. Los efectos de la depreciación del tipo de cambio y del aumento de las presiones sobre algunos emisores soberanos de la zona del euro se manifestaron en el flujo mensual de salida de capital del sector tenedor de dinero de la zona del euro en junio, aunque fue considerablemente menor que las salidas observadas a finales de 2011.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente continuó siendo débil en junio. La actual falta de dinamismo del crédito concedido por las IFM puede explicarse, en gran parte, por las condiciones de demanda, aunque en algunos países continúan las restricciones de oferta. Es de destacar que, en la medida en que estimulan las presiones de financiación de las entidades de crédito, la preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez y las salidas de capital de la zona del euro pueden hacer que a estas les resulte más difícil ajustar sus balances y, en última instancia, otorgar crédito a la economía real.

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.

Recuadro 2

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO CORRESPONDIENTE AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2012 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 21 de junio y el 5 de julio de 2012¹.

En conjunto, el endurecimiento neto de los criterios que aplican las entidades de crédito para la aprobación de préstamos a empresas y a hogares se mantuvo básicamente estable a escala de la zona del euro en el segundo trimestre de 2012, en comparación con la encuesta anterior. Entre los principales factores que contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos, el impacto de los costes de financiación y disponibilidad de fondos permaneció estable con respecto al primer trimestre de 2012, en el caso de las empresas, mientras que aumentó ligeramente en el de los hogares. En cuanto a la demanda de préstamos a empresas, las entidades participantes en la encuesta indicaron que se había registrado una caída significativa en términos netos en el segundo trimestre de 2012, aunque el porcentaje neto registrado fue algo menos negativo que en el primer trimestre del año. Según las entidades encuestadas, al igual que en el primer trimestre, la caída neta del segundo trimestre estuvo principalmente impulsada por las menores necesidades de financiación de inversiones en capital fijo. El descenso de la demanda neta de préstamos a hogares para adquisición de vivienda disminuyó en el segundo trimestre, en comparación con el trimestre precedente, mientras que la demanda neta de crédito al consumo prácticamente no varió. De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y cierta moderación en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito al consumo, así como que la demanda neta de préstamos a empresas y a hogares continúe descendiendo en el tercer trimestre de 2012, aunque en menor medida que en el segundo.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

En el segundo trimestre de 2012, el porcentaje neto² de entidades que señaló que los criterios de aprobación de los préstamos y líneas de crédito a empresas habían registrado un endurecimiento se mantuvo básicamente estable, en el 10% (en comparación con el 9% del trimestre anterior; véase gráfico A). Esta evolución fue menos favorable de lo esperado en la encuesta realizada tres meses antes (el 2%), posiblemente como consecuencia de la reintensificación de la crisis de la deuda soberana. El endurecimiento de los criterios de aprobación aumentó, en términos netos, en el caso de los préstamos a corto plazo (hasta el 8%, desde el 3% del trimestre precedente), mientras que volvió a disminuir en el de los préstamos a largo plazo (hasta el 11%, frente al 15%). Además, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes) se incrementó (hasta el 6%, desde el 1%), mientras que prácticamente no varió en el caso de los préstamos a grandes empresas (el 16%, frente al 17%).

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 5 de julio de 2012. El 25 de julio de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.
- 2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que los criterios de concesión de los préstamos se han endurecido y el de las que han señalado que se han relajado. Un porcentaje neto positivo indica que las entidades participantes han tendido a endurecer los criterios de aprobación («se han endurecido en términos netos»), mientras que un porcentaje neto negativo es indicativo de que las entidades han tendido a relajar los citados criterios («se han relajado en términos netos»).

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

(porcentaje neto)



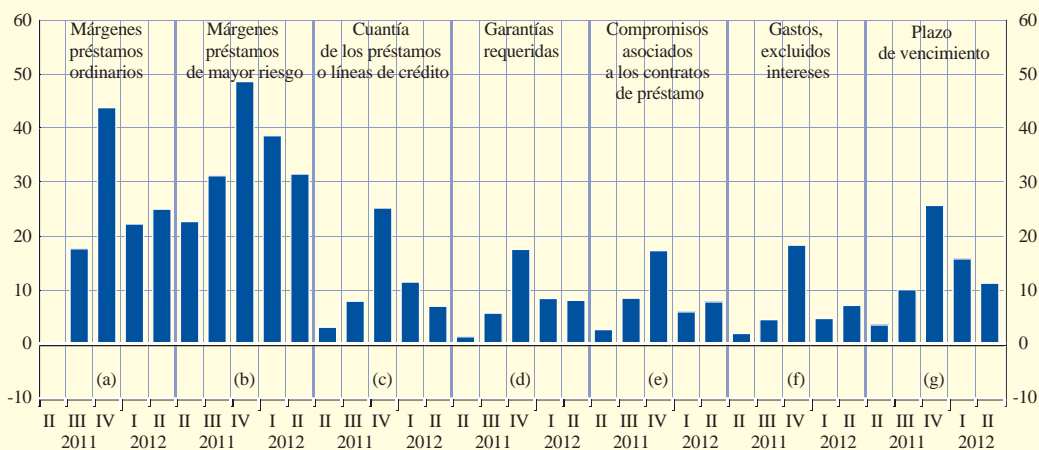
Notas: En el panel (a), el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

Si se consideran los factores determinantes de esta evolución, el porcentaje neto de entidades de crédito de la zona del euro que indicó que los costes de financiación y disponibilidad de fondos habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos se mantuvo invariable, en el 7%, en comparación con el primer trimestre de 2012. En términos netos se observaron pocas variaciones, especialmente en lo que respecta al acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el 6%, frente al 8% del trimestre anterior) y a su situación de liquidez (el 3%, desde el 2%). Además, el impacto de la percepción de riesgos sobre el endurecimiento de los criterios de aprobación no registró grandes cambios. Aunque las expectativas relativas a la actividad económica en general contribuyeron sustancialmente más al endurecimiento de los criterios (el 22%, frente al 17%), el impacto de los riesgos asociados a las perspectivas relativas a sectores concretos (el 24%, frente al 23%), así como del riesgo relativo a las garantías solicitadas (el 8%, frente al 11%), permaneció relativamente estable. Además, las entidades encuestadas señalaron que otros factores, como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias, habían contribuido a la relajación de los criterios de aprobación en el segundo trimestre de 2012 (en promedio, el -1%, en comparación con el -4% del primer trimestre).

Según señalaron las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, la evolución de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos refleja que, en general, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos se mantuvo básicamente estable en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico B). La ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios varió poco en comparación con el primer trimestre (el 25%, desde el 22%), mientras que los márgenes de los préstamos de mayor riesgo disminuyeron de nuevo (hasta el 32%, frente al 39%), lo que apunta a una diferenciación de precios en relación con el riesgo menos pronunciada por parte de las entidades. El endurecimiento neto de otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos

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

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



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

excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías solicitadas) tampoco registró variaciones.

De cara al futuro, en general, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas en el tercer trimestre de 2012 (el 10 %). Se prevé que un ligero endurecimiento adicional de estos criterios afecte más a las grandes empresas (el 12 %) que a las pymes (el 7 %), y principalmente a los préstamos a largo plazo.

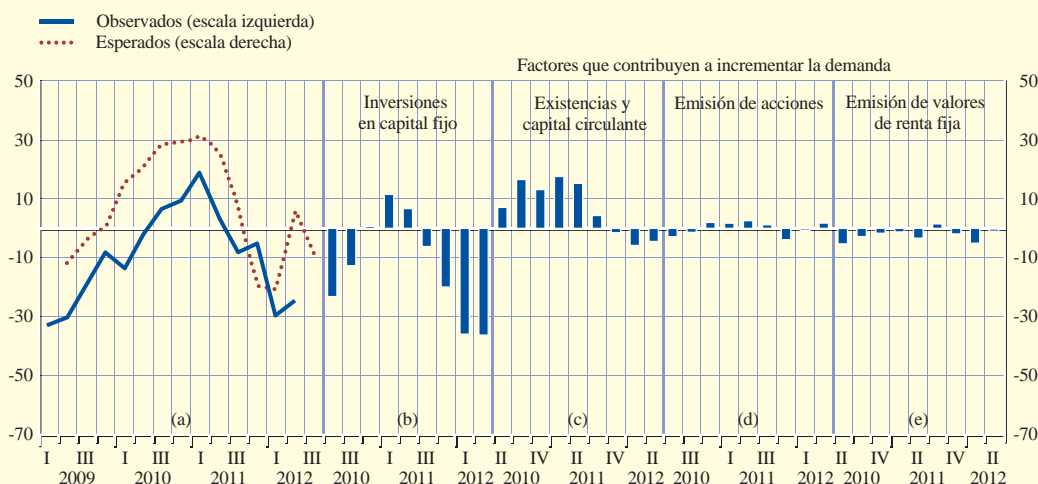
En el segundo trimestre de 2012, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas continuó descendiendo considerablemente, aunque a un ritmo más lento que en el primer trimestre (hasta el -25 %, desde el -30 %). No obstante, las entidades participantes en la encuesta no esperaban este descenso, ya que en la encuesta anterior habían pronosticado un aumento de la demanda neta (el 7 %). Además, la caída de la demanda neta de préstamos parece haber sido más pronunciada para las grandes empresas que para las pymes (el -18 % y el -16 %, respectivamente) y para los préstamos a largo plazo que para los préstamos a corto plazo (hasta el -19 % y el -15 %, respectivamente).

Según indicaron las entidades encuestadas, al igual que en el primer trimestre del año, la caída neta de la demanda estuvo principalmente impulsada por un sustancial impacto negativo de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo de las empresas (sin variación en el -36 %; véase gráfico C), así como por la contribución negativa de las necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición (el -13 %, desde el -17 %), de la financiación interna (el -12 %, frente al -8 %) y de las necesidades de financiación de existencias y capital circulante (el -4 %, desde el -6 %). En cambio, en general, la emisión de valores de renta fija ya no contribuyó a la demanda neta negativa de préstamos (el 0 %, frente al -5 % del primer trimestre de 2012).

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un descenso neto considerablemente menor de la demanda de préstamos por parte de empresas en el tercer trimestre de 2012 (el -8 %, en términos

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

(porcentaje neto)



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

netos), así como que este descenso sea aplicable en mayor medida a las grandes empresas (el -9%) que a las pymes (el -7%) y que afecte más a los préstamos a largo plazo (el -13%) que a los préstamos a corto plazo (el -3%).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

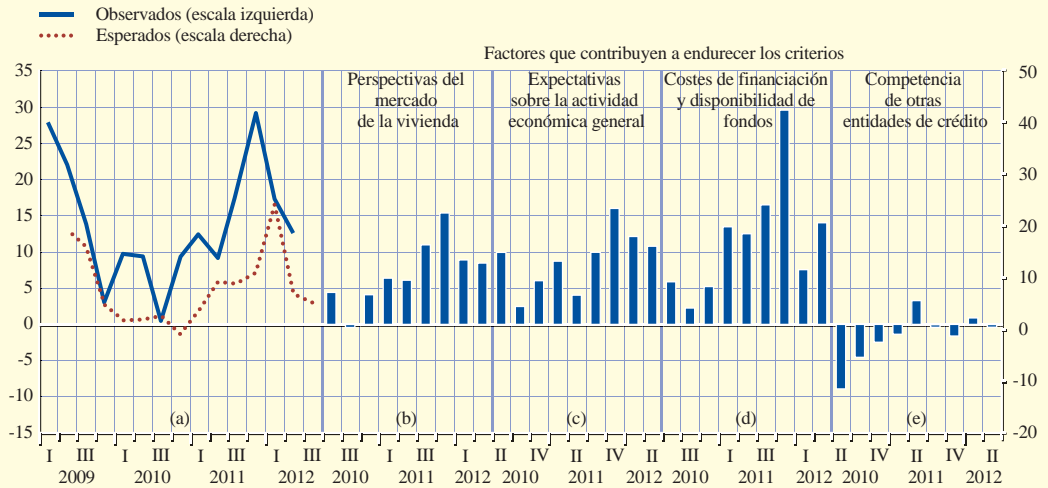
En el segundo trimestre de 2012, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido disminuyó hasta el 13%, frente al 17% del primer trimestre (véase gráfico D). Este descenso fue menor de lo previsto en la encuesta anterior. Según las entidades encuestadas, la moderada reducción del endurecimiento neto observado en el segundo trimestre estuvo impulsada fundamentalmente por el menor impacto de las expectativas relativas a la actividad económica en general y de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda, así como por un efecto neutro de la competencia, mientras que las presiones asociadas a los costes de financiación y disponibilidad de fondos aumentaron ligeramente (hasta el 14%, en términos netos, desde el 8% del primer trimestre).

La reducción del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda señalada por las entidades encuestadas se tradujo en una nueva mejora de las condiciones, tanto de las relacionadas con el precio como de otras condiciones. En particular, los márgenes de los préstamos ordinarios (el 15%, frente al 24%) y los de los préstamos de mayor riesgo (el 21%, frente al 32%) disminuyeron sustancialmente.

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan que el grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda se reduzca ligeramente (al 5%) en el tercer trimestre de 2012.

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

(porcentaje neto)

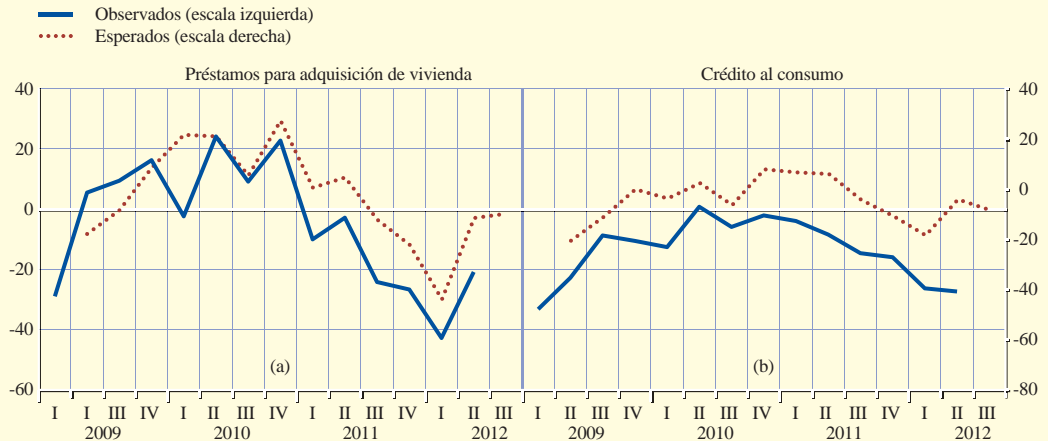


Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De la misma manera que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue negativa, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda había vuelto a disminuir, en términos netos (hasta el -21% frente al -43%; véase gráfico E), aunque el porcentaje neto registrado fue considerablemente menos negativo. Este descenso neto pareció estar impulsado principalmente por el deterioro en curso de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el -25%, frente al -31%) y de la confianza de los consumidores (el -27%, frente al -37%).

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

(porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades esperan una nueva disminución de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el -10%, en términos netos) para el tercer trimestre de 2012, aunque a un ritmo más lento.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

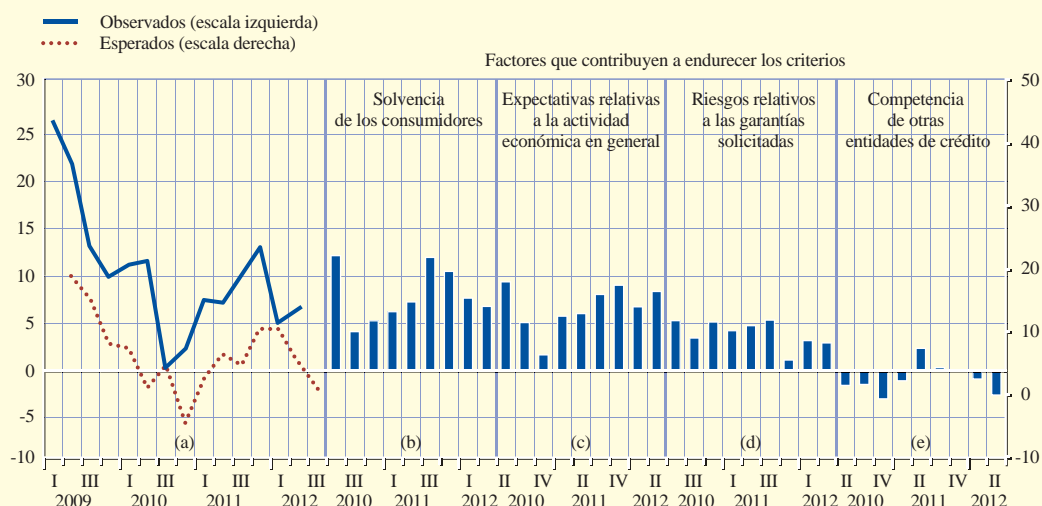
Para el segundo trimestre de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se había mantenido básicamente estable (el 7%, frente al 5%; véase gráfico F). Las presiones sobre los criterios asociadas al coste de financiación y disponibilidad de fondos aumentaron (hasta el 8%, frente al 3% del primer trimestre de 2012), mientras que la percepción de riesgos (relacionados con las perspectivas económicas y la solvencia de los consumidores) prácticamente no se modificó. En cuanto a las condiciones de las nuevas operaciones de crédito al consumo, las entidades señalaron que, en términos netos, la ampliación de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo había disminuido (hasta el 13%, desde el 17% del primer trimestre), mientras que la ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios para consumo permaneció básicamente estable (en el 11%, en comparación con el 10% del primer trimestre de 2012). La contribución de las condiciones no relacionadas con el precio siguió siendo neutral, en general.

De cara al futuro, en términos netos, solo el 2% de las entidades espera que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares vuelvan a endurecerse en el tercer trimestre de 2012.

En el segundo trimestre de 2012, la demanda neta de crédito al consumo siguió cayendo con intensidad (el -27% en términos netos, frente al -26% del trimestre anterior; véase gráfico E), debido fundamentalmente al menor gasto en bienes de consumo duradero (el -28%, sin variación con respecto al primer trimestre) y a la disminución de la confianza de los consumidores (el -26%, desde el -28% en el primer trimestre).

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

(porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

De cara al futuro, las entidades esperan un descenso neto menor de la demanda de crédito al consumo en el tercer trimestre de 2012 (el -8%, en términos netos).

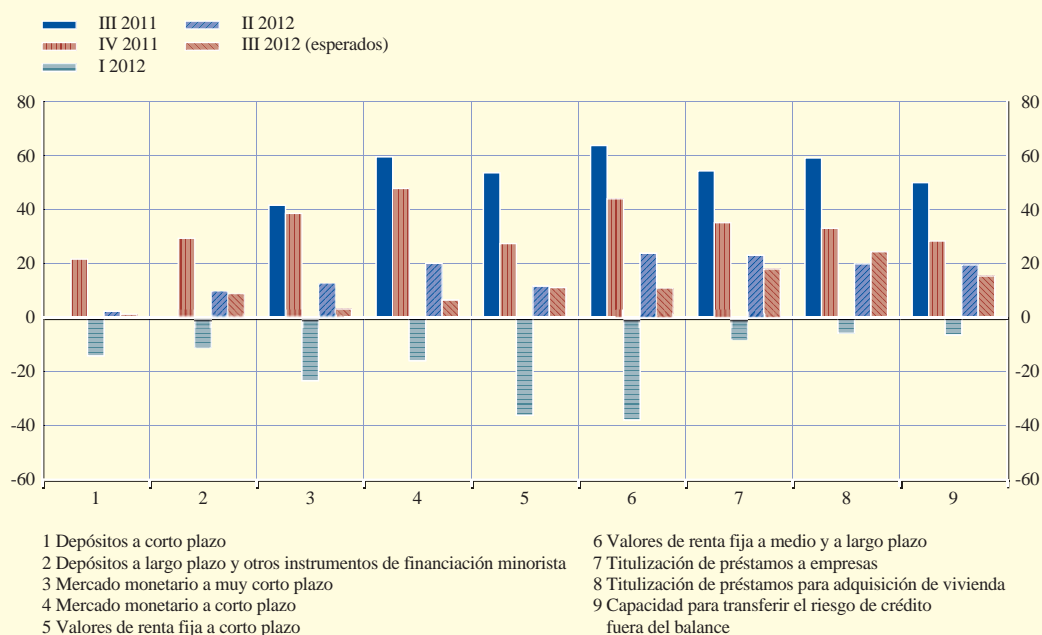
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias financieras

Al igual que en rondas anteriores, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2012 se planteó una pregunta ad hoc con el objeto de valorar la medida en que las tensiones registradas en los mercados financieros habían afectado al acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados mayoristas y minoristas en el segundo trimestre de 2012, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el tercer trimestre del año.

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron que el acceso a todas las categorías de financiación mayorista y minorista se había deteriorado en cierta medida, lo que probablemente estuvo relacionado con la reintensificación de la crisis de la deuda soberana, en comparación con el primer trimestre de 2012, aunque bastante menos que en el cuarto trimestre de 2011. El acceso de las entidades a la financiación mayorista y minorista a más largo plazo se deterioró algo más que el relativo a los segmentos a corto plazo, lo que posiblemente indique cierta reticencia de los inversores hacia las inversiones a más largo plazo (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a la titulización parecieron haberse deteriorado considerablemente en el segundo trimestre de 2012, tanto en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real como a la capacidad de las entidades para transferir riesgos fuera del balance (titulización sintética). De cara

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

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



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

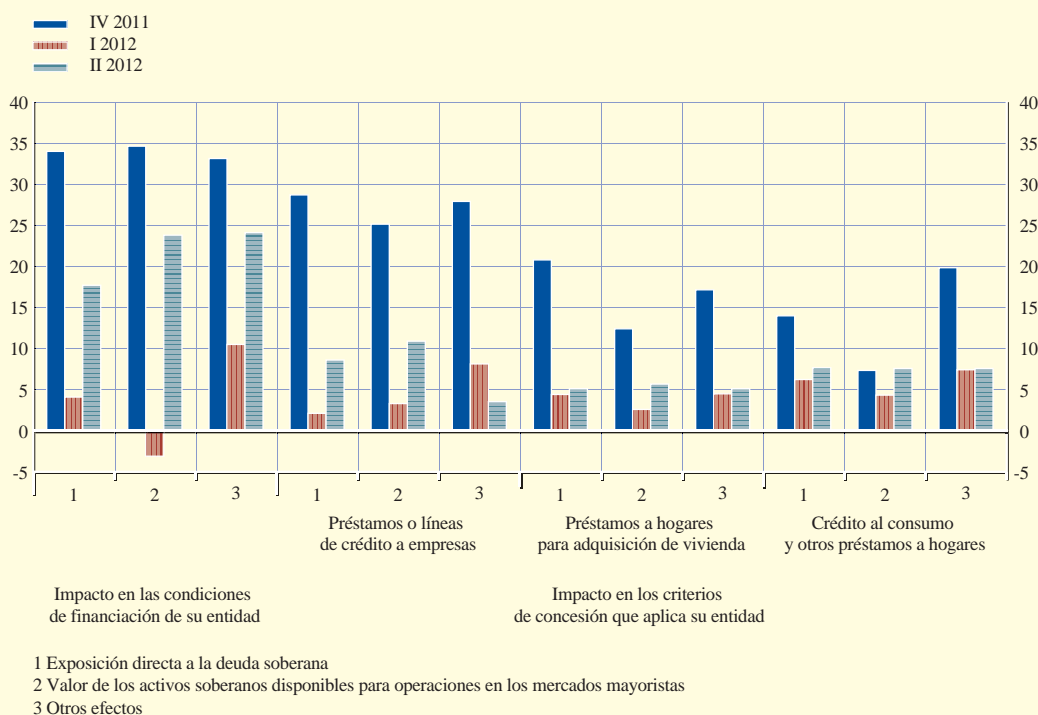
al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación mayorista y minorista sigan deteriorándose en el tercer trimestre de 2012, aunque a un ritmo más moderado.

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

En la encuesta de julio de 2012 se incluyó por tercera vez una pregunta ad hoc con el objeto de valorar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de las entidades de crédito y en los criterios de aprobación del crédito. En promedio, el 18 % de las entidades de la zona del euro, en términos netos, en comparación con el 4 % en el primer trimestre de 2012, atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana, a través de su exposición directa a este instrumento, la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública u otros efectos. De hecho, la disminución del valor de las garantías en el segundo trimestre de 2012 se mencionó como una causa del deterioro de las condiciones de financiación (el -3 %). En el trimestre anterior, el aumento del valor de las garantías influyó positivamente en las condiciones de financiación. Esto sugiere que los efectos adversos de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades aumentaron de nuevo en el segundo trimestre. Pese a ello, el impacto sobre los criterios aplicados por las entidades de la zona para la aprobación

Gráfico H Impacto de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito y sobre los criterios de concesión que aplican a los préstamos

(porcentaje neto de entidades que han señalado un impacto en las condiciones de financiación o en el endurecimiento de los criterios de concesión)



Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha contribuido considerablemente al deterioro de las condiciones de financiación/endurecimiento de los criterios de concesión» y «ha contribuido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «ha contribuido en cierta medida a la mejora de las condiciones de financiación/relajación de los criterios de concesión» y «ha contribuido considerablemente».

de préstamos siguió siendo limitado y solo varió moderadamente con respecto al trimestre precedente (aproximadamente el 7 %, en promedio, en el caso tanto de los préstamos a sociedades no financieras como de los préstamos a hogares; véase gráfico H).

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

En la encuesta de julio de 2012 también se incluyeron dos preguntas ad hoc con el objeto de valorar la medida en que los nuevos requerimientos de capital regulatorio fijados en «Basilea III»³ (o en cualquier otra normativa nacional específica relativa al capital de las entidades de crédito que se haya aprobado recientemente o que esté previsto aprobar en un futuro próximo) afectan a las políticas crediticias de las entidades a través de su posible impacto en su nivel de capital y en los criterios que aplican para la aprobación de préstamos.

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de julio de 2012 confirmaron que el proceso de ajuste que se mencionaba en la encuesta de enero de 2012 todavía está en marcha. Las entidades encuestadas indicaron, en términos netos, que sus activos ponderados por el riesgo habían disminuido de nuevo, aunque menos de lo esperado en enero (el -41 % en el primer semestre de 2012, en comparación con el -34 % en el segundo semestre de 2011). Dicha reducción siguió y se espera que siga centrada en los préstamos de mayor riesgo, en contraposición a los préstamos ordinarios. El incremento del nivel de capital de las entidades fue menos pronunciado que en enero (el 35 %, frente al 42 %), pero se situó ligeramente por encima de las expectativas. En términos netos, el 34 % de las entidades esperan un aumento de su nivel de capital en el segundo semestre de 2012. Sin embargo, en contraposición a los resultados de la encuesta de enero para el segundo semestre de 2011, en la primera mitad de 2012, la mejora del nivel de capital de las entidades se consiguió fundamentalmente a través de los beneficios no distribuidos, en lugar de a través de la emisión de nuevas acciones.

En términos netos, aproximadamente el 25 % de las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicó que había endurecido los criterios de aprobación de los préstamos a grandes empresas como consecuencia de los ajustes aplicados para cumplir la nueva normativa nacional y/o los requerimientos de capital fijados en «Basilea III». Los criterios de aprobación de los préstamos a pymes se vieron afectados en menor medida (el 8 %), al tiempo que, en el caso de los préstamos a hogares, en términos netos, el 12 % de las entidades de la zona encuestadas señaló haber endurecido los criterios debido a las nuevas exigencias de capital regulatorio para los préstamos para adquisición de vivienda y el 7 % lo habría hecho para el crédito al consumo.

En general, aunque la reducción de los activos ponderados por el riesgo siguió avanzando, en términos netos, en el primer semestre de 2012, las entidades de crédito no aceleraron la mejora de sus niveles de capital en ese período. De cara al futuro, un porcentaje neto menor de entidades de la zona del euro planea reducir sus activos en el segundo semestre de 2012, en comparación con el primer semestre del año, mientras que continuarían reforzando su base de capital en la misma medida que en el primer semestre. Para el segundo semestre de 2012, las entidades esperan un mayor endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos como consecuencia de las presiones regulatorias, que deberían afectar principalmente a los préstamos a empresas, sin que se esperen grandes cambios en el caso de los préstamos a hogares.

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

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se situó en el 4% en mayo de 2012, frente al 4,4% del mes precedente. Este retroceso estuvo impulsado, sobre todo, por el menor ritmo de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque la emisión de valores a largo plazo también registró una desaceleración. En conjunto, el debilitamiento de la actividad emisora fue generalizado en todos los sectores, salvo en uno. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas aumentó ligeramente en mayo, hasta situarse en el 1,5%.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En mayo de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó hasta el 4%, frente al 4,4% del mes anterior (véase cuadro 4). Este retroceso estuvo impulsado, sobre todo, por el menor ritmo de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, aunque el descenso de la emisión de valores a largo plazo también contribuyó a la desaceleración de la tasa total. En términos de sectores, la ralentización estuvo determinada por la mayor debilidad de la actividad emisora de las IFM, de las Administraciones Públicas y de las sociedades no financieras, mientras que la tasa de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias aumentó en mayo.

Si se consideran los distintos plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo cayó radicalmente y se situó en el 2,9% en mayo de 2012, frente al 6,4% de abril. El retroceso de mayo se registró tras cinco meses consecutivos de incremento de la tasa de crecimiento. En concreto, la actividad emisora de las IFM fue más débil, aunque también disminuyó la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por parte de las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo también se redujo ligeramente, situándose en el 4,1% en mayo, frente al 4,2% del mes anterior, impulsada por la disminución de la actividad emisora de valores a tipo de interés fijo.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

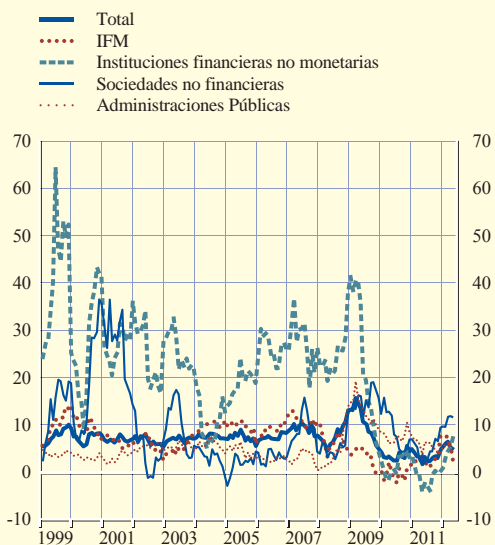
Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Mayo 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I	2012 Abr	2012 May
Valores distintos de acciones	16.840	3,5	3,5	3,1	4,2	4,4	4,0
IFM	5.600	1,1	2,0	3,3	4,6	4,2	2,9
Instituciones financieras no monetarias	3.381	0,7	-0,4	-1,1	-0,4	2,8	3,5
Sociedades no financieras	938	4,1	4,9	5,0	6,6	9,5	9,1
Administraciones Públicas	6.922	6,9	6,6	4,9	5,8	4,8	4,5
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.253	6,1	5,9	4,2	4,8	3,7	3,8
Otras Administraciones Públicas	669	15,8	14,6	13,2	16,8	15,7	12,6
Acciones cotizadas	3.771	1,5	1,9	1,6	1,6	1,4	1,5
IFM	281	7,4	12,4	10,0	10,8	10,7	10,0
Instituciones financieras no monetarias	260	4,2	5,0	5,2	3,6	3,1	3,4
Sociedades no financieras	3.230	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4

Fuente: BCE.

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

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

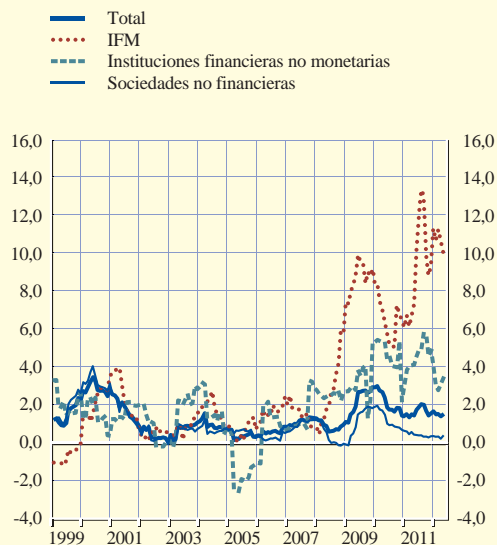
(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

El descenso de la tasa de crecimiento total de las emisiones de valores distintos de acciones observado en mayo obedeció a la mayor debilidad de la actividad emisora en todos los sectores, salvo el de las instituciones financieras no monetarias. En concreto, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos disminuyó hasta el 2,9% en el caso de las IFM y hasta el 4,5% en el sector de Administraciones Públicas, frente al 4,2% y el 4,8%, respectivamente, del mes anterior. La desaceleración del crecimiento de los valores emitidos por las IFM debe valorarse en un contexto de elevadas tensiones en los mercados financieros. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras, que había aumentado durante seis meses consecutivos hasta situarse en el 9,5% en abril, también se redujo en mayo, aunque permaneció en un nivel alto, del 9,1%. La fortaleza de la actividad emisora de estas sociedades refleja, posiblemente, una sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, en un contexto de duros criterios de concesión del crédito y de mayor apetito de los inversores por inversiones con mayores rendimientos que la deuda pública. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias registró un nuevo incremento y se situó en el 3,5% en mayo, frente al 2,8% de abril.

Si se consideran las tendencias a corto plazo, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones apunta a una desaceleración de la actividad emisora de las IFM y de las Sociedades no financieras (véase gráfico 9). En particular, las emisiones de valores por parte del sector de IFM, que habían sido intensas desde mediados de 2011, empezaron a disminuir en marzo de 2012. En el caso de las Sociedades no financieras, la desaceleración observada en mayo se produjo tras cinco meses consecutivos de aumento de la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones. En cambio, las emisiones de las instituciones financieras no monetarias continuaron acelerándose en mayo de 2012.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro aumentó ligeramente en mayo de 2012, hasta el 1,5 %, frente al 1,4 % del mes anterior. En particular, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se redujo hasta el 10 % en mayo, frente al 10,7 % de abril (véase gráfico 10). Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras repuntó levemente en mayo, 20 puntos básicos, hasta situarse en el 0,4 %. Además, la tasa de crecimiento de la emisión de acciones cotizadas por parte de las instituciones financieras no monetarias se incrementó de nuevo en mayo, hasta el 3,4 %, frente al 3,1 % del mes precedente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de julio y comienzos de agosto de 2012, reflejando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE el 5 de julio. En consecuencia, en el séptimo período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 11 de julio, el eonia cayó hasta registrar un nuevo mínimo histórico, en un contexto de volúmenes elevados de exceso de liquidez en el mercado monetario a un día.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron entre principios de julio y comienzos de agosto de 2012, reflejando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE. El 1 de agosto, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,14 %, el 0,38 %, el 0,66 % y el 0,94 %, respectivamente, es decir 22, 26, 26 y 27 puntos básicos por debajo de los niveles observados el 5 de julio. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a doce meses y a un mes —un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario— disminuyó hasta situarse en 79 puntos básicos el 1 de agosto, en comparación con 84 puntos básicos el 5 de julio (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,05 % el 1 de agosto, 8 puntos básicos por debajo del nivel observado el 5 de julio, lo que hizo que el diferencial entre el euríbor a tres meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo retrocediera 18 puntos básicos y se situara en 33 puntos básicos, manteniéndose básicamente acorde con los niveles observados en julio de 2011.

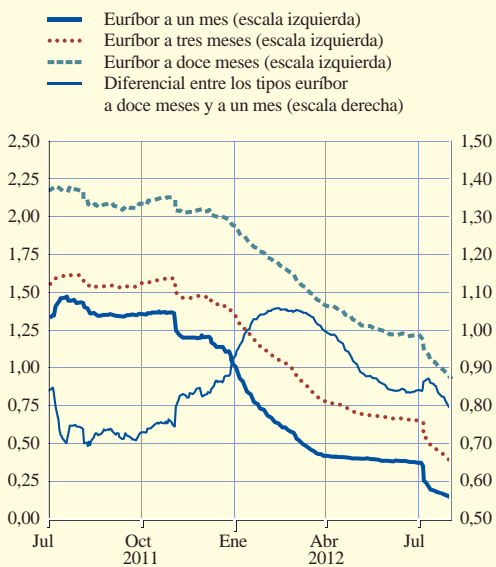
El 1 de agosto, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en septiembre y diciembre de 2012 y en marzo y junio de 2013 se situaron en el 0,28 %, el 0,27 %, el 0,28 % y el 0,30 %, respectivamente, lo que representa descensos de 14, 15, 13 y 12 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 5 de julio.

Entre el 5 de julio y el 10 de julio, último día del sexto período de mantenimiento del año, el eonia permaneció estable en torno al 0,33 %, en un contexto de persistente exceso de liquidez. En el período de mantenimiento que comenzó el 11 de julio, el eonia descendió unos 19 puntos básicos, hasta el 0,13 %, reflejando el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE. Desde entonces, la volatilidad ha sido reducida y el 1 de agosto el eonia se situó en el 0,11 %.

El Eurosistema realizó varias operaciones de financiación entre el 5 de julio y el 1 de agosto. En las operaciones principales de financiación del séptimo período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 10, 17, 24 y 31 de julio, el Eurosistema adjudicó 163,7 mm de euros, 156,8 mm de euros, 130,7 mm

Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario

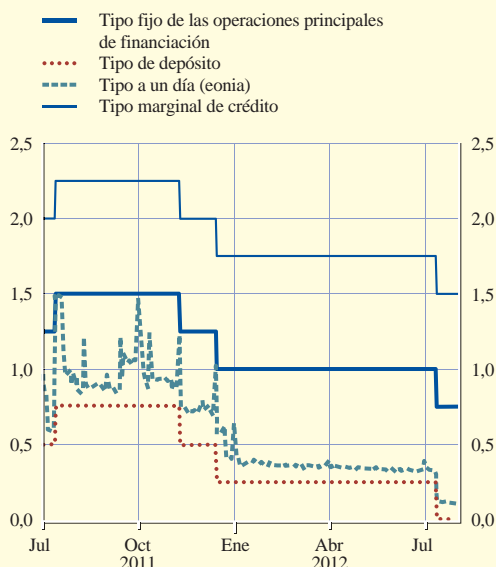
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



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.

de euros y 132,7 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en julio, en las que aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 10 de julio con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 24,4 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 25 de julio (en la que se adjudicaron 8,5 mm de euros).

El Eurosistema también llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 10, 17 y 24 de junio y 31 de julio, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,75 % y tipos de interés de adjudicación del 0,03 %, el 0,02 %, el 0,02 % y el 0,02 %, respectivamente. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

El séptimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 11 de julio, se caracterizó por unos niveles elevados de exceso de liquidez en el mercado monetario a un día, aunque el recurso medio diario a la facilidad de depósito disminuyó hasta situarse en 352,4 mm de euros, frente a los 770,6 mm de euros del período de mantenimiento anterior. Esta evolución es consecuencia de la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito hasta el 0 %, que provocó un trasvase de fondos de esta facilidad a la respectiva cuenta corriente. Por consiguiente, el saldo medio mantenido en la cuenta corriente aumentó hasta alcanzar los 501,5 mm de euros, frente a 111,5 mm de euros en el período de mantenimiento precedente.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA descendieron alrededor de 40 puntos básicos en la zona del euro entre finales de junio y principios de agosto de 2012, principalmente

como consecuencia de la preocupación acerca del crecimiento, de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE y de la mayor aversión al riesgo. En Estados Unidos, los rendimientos de la deuda a largo plazo retrocedieron unos 10 puntos básicos en ese mismo período. En la zona del euro, los rendimientos de los bonos de emisores con calificación AAA registraron una caída, mientras que los de la mayoría de los países acogidos a un programa de asistencia financiera, así como los de Italia y España, se incrementaron. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija en la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, disminuyó en la primera mitad de julio, antes de registrar un incremento a finales de mes. Los indicadores de mercado muestran que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios.

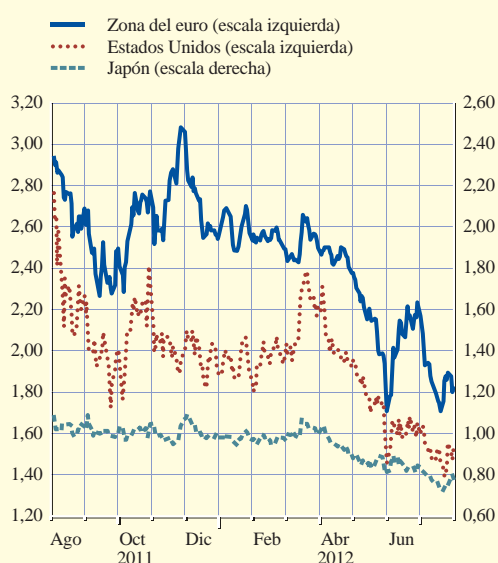
Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro cayeron unos 40 puntos básicos, situándose en torno al 1,8 %. En Estados Unidos, estos rendimientos se redujeron algo menos, 10 puntos básicos en ese mismo período, y el 1 de agosto se situaron aproximadamente en el 1,5 %. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo experimentaron un acusado descenso en las dos áreas económicas en el período transcurrido hasta el 20 de julio, correspondiendo el mayor retroceso a la zona del euro. A partir de esa fecha, los rendimientos de los bonos a largo plazo se incrementaron tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 13). En ambas áreas económicas, los rendimientos de estos bonos registraron mínimos históricos durante el período de referencia, como consecuencia de la búsqueda de activos seguros, así como del deterioro de las perspectivas de crecimiento. En concreto, el FMI redujo su previsión de crecimiento mundial y apuntó a la existencia de riesgos a la baja relacionados con la insuficiente acción política en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, la Reserva Federal señaló su disposición a actuar para responder al bajo crecimiento, pero no mencionó políticas concretas. Además, el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE a principios de julio contribuyó a la reducción de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona.

El resultado de la reunión del Eurogrupo celebrada el 20 de julio no logró convencer a los participantes en el mercado de la determinación de los Gobiernos para adoptar las medidas necesarias con el fin de resolver la crisis y aplicar los acuerdos alcanzados en la reunión del Consejo Europeo de finales de junio. Esto afectó no solo a los mercados de renta fija de los países sometidos a tensiones financieras, sino también a los mercados de bonos con calificación AAA. Hacia finales de mes, Moody's modificó a negativas las perspectivas de calificación de la deuda de Alemania, Luxemburgo y Países Bajos, lo que también ejerció presiones a la baja sobre los precios de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA.

El diferencial de tipos de interés nominales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

Estados Unidos y los de la zona del euro se redujo durante el período de referencia, y el 1 de agosto se situó en torno a 30 puntos básicos. En Japón, los rendimientos de la deuda pública al mismo plazo cayeron ligeramente durante el período considerado, y el 1 de agosto se situaron en el 0,8%. Durante el período analizado, los rendimientos de los bonos de este país alcanzaron el nivel más bajo registrado desde 2003.

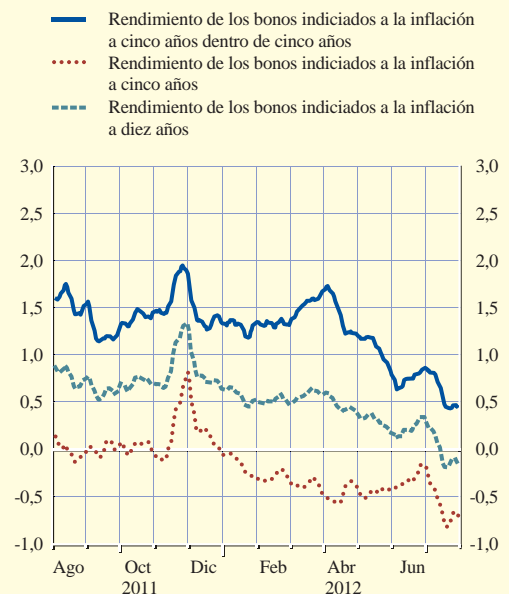
La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó en el período transcurrido hasta el 20 de julio, pero posteriormente aumentó hasta alcanzar un nivel próximo al observado a finales de junio. En Estados Unidos, la volatilidad implícita también se redujo a principios de mes, aunque este descenso se revirtió posteriormente. En ambas áreas económicas, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija ha descendido con respecto a los máximos registrados en noviembre de 2011, si bien en mayor medida en Estados Unidos. Las primas de liquidez de la deuda pública de Alemania en relación con las de los bonos comparables de institutos públicos de financiación prácticamente no variaron durante el período analizado.

En cuanto a los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en la zona del euro, la atención de los mercados se centró principalmente en España, ya que varias Comunidades Autónomas solicitaron asistencia financiera al Gobierno central, alimentando la especulación en los mercados de que España necesitará acogerse a un programa de asistencia financiera completo. En líneas más generales, durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a diez años frente a la deuda alemana se incrementaron en el caso de España, Italia y la mayoría de los países acogidos a un programa de asistencia financiera, mientras que se redujeron entre 20 y 40 puntos básicos en el de Bélgica, Francia, Países Bajos, Austria y Finlandia. En julio, los rendimientos de la deuda española llegaron al máximo nivel observado desde la introducción del euro, en un entorno de temores acerca de la sostenibilidad de la deuda pública y de restricciones de acceso a los mercados de financiación. Los diferenciales de rendimiento de los bonos irlandeses disminuyeron ligeramente y los rendimientos de los bonos a largo plazo de este país cayeron hasta el nivel más bajo registrado desde la puesta en marcha del programa de asistencia financiera. Irlanda reanudó sus emisiones de deuda mediante una subasta de letras del Tesoro a principios de julio y también realizó una emisión de bonos a largo plazo más tarde ese mismo mes, antes de lo previsto en los planes anunciados. A finales de julio, los mercados de renta fija de los países sometidos a tensiones financieras se beneficiaron de una serie de declaraciones oficiales.

Los rendimientos de la deuda pública a cinco y a diez años de la zona del euro indiciada a la inflación cayeron unos 50 puntos básicos en el período de referencia, situándose en el $-0,8\%$ y el $-0,2\%$, respectivamente, el 1 de agosto (véase gráfico 14). El nivel muy bajo de los tipos de interés reales a

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

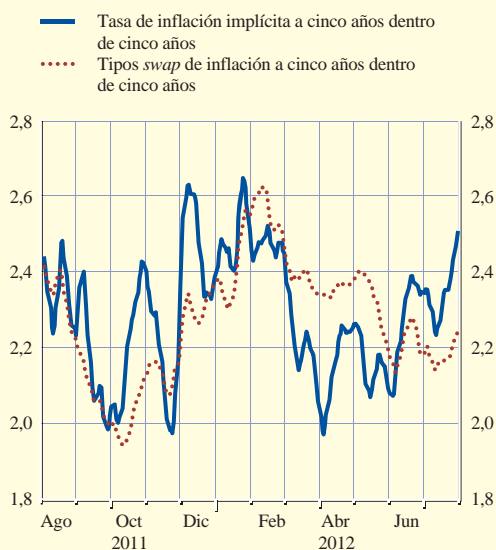
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



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

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

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

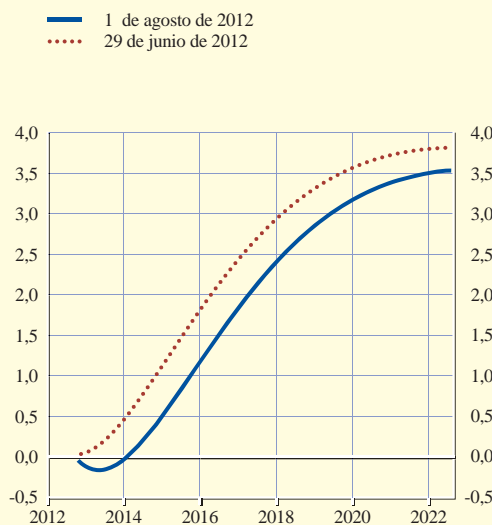


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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).

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

largo plazo refleja la percepción bastante pesimista de los inversores en relación con las perspectivas de crecimiento a medio plazo, así como la búsqueda de activos seguros. En cuanto a la percepción de la inflación, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro se incrementó alrededor de 20 puntos básicos, hasta alcanzar el 2,6% en el período considerado (véase gráfico 15). El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal se incrementó unos 10 puntos básicos en ese período y el 1 de agosto se situó en el 2,3%. En conjunto, si se tienen en cuenta no solo la volatilidad y las distorsiones de los mercados en un entorno de elevadas primas de liquidez, sino también las primas de riesgo de inflación, los indicadores de mercado indican que las expectativas de inflación siguen estando plenamente en consonancia con la estabilidad de precios¹.

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). El 1 de agosto, la curva de tipos *forward* se desplazó unos 50 puntos básicos a la baja con respecto a la observada a finales de junio. Los desplazamientos de fondos hacia activos seguros, la reducción a cero del tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE y la especulación acerca de la posibilidad de que los tipos de esta facilidad pasen a ser negativos han hecho que se registren rendimientos negativos en los bonos a corto plazo de algunos

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

países de la zona del euro, tanto en el mercado primario como en el secundario. El hecho de que la pendiente de la curva obtenida a partir de la estructura temporal de los tipos de interés prácticamente no se modificara se debe a que las variaciones de los rendimientos a corto plazo se transmitieron a lo largo de la curva de rendimientos a los tipos a largo plazo, en parte como consecuencia de la búsqueda de rentabilidades positivas por parte de los inversores.

Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras experimentaron una caída (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA). En ese mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras se redujeron de manera más acusada para los emisores con calificación baja, mientras que los de los bonos con calificación AAA y AA- prácticamente no se modificaron. En conjunto, la evolución reciente de los rendimientos de los valores de renta fija privada sugiere una ligera mejora de las condiciones de financiación en los mercados para las empresas.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y LOS DEPÓSITOS

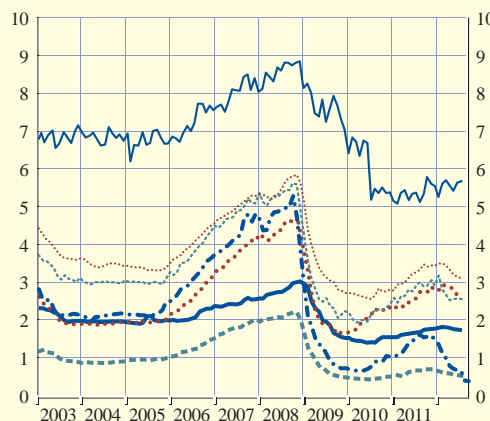
En junio de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos mostraron una evolución dispar, reduciéndose ligeramente en los vencimientos a corto plazo y aumentando en el caso de los vencimientos a más largo plazo. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos a las sociedades no financieras registraron un descenso, tanto a corto como a largo plazo. El diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA se redujo en junio, en un contexto de volatilidad de los rendimientos de la deuda pública.

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo mostraron en junio de 2012 una evolución dispar. El tipo de interés de los depósitos a la vista de los hogares y de las sociedades financieras se redujo ligeramente, en 1 y 2 puntos básicos, respectivamente. Los tipos de los depósitos disponibles con preaviso superior a tres meses de los hogares descendieron en torno a 3 puntos básicos. Por el contrario, los tipos de interés de los depósitos a plazo hasta un año de los hogares aumentaron alrededor de 6 puntos básicos, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras al mismo plazo se incrementaron en torno a 4 puntos básicos (véase gráfico 17).

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

La mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo se redujeron en junio de 2012. Los tipos de interés de los descubiertos de las sociedades no financieras disminuyeron 3 puntos básicos, al igual que los de los préstamos a estas sociedades con plazo inicial inferior a un año. La caída de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras refleja un descenso más pronunciado de los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros, que se redujeron 7 puntos básicos hasta situarse en el 4,1 %, mientras que el tipo aplicado a los créditos de más de un millón de euros solo registró un ligero descenso, de alrededor de 1 punto básico. Así pues, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros, y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros se redujo en junio, aunque se mantuvo en un nivel históricamente elevado, de 151 puntos básicos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda también registraron un descenso de 4 puntos básicos en junio, mientras que los del crédito al consumo, que generalmente son bastante volátiles, experimentaron una ligera subida de 2 puntos básicos. En conjunto, y dado que el euríbor registró un descenso de 1 punto básico en el mismo mes, el diferencial entre el euríbor y los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo hasta 245 puntos básicos, mientras que el diferencial frente a los préstamos a corto plazo de más de un millón de euros a las sociedades no financieras prácticamente no experimentó variación (véase gráfico 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 y créditos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modificó el Reglamento BCE/2001/18).

Desde una perspectiva de más largo plazo, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las IFM han caído desde principios de 2012. Esta tendencia podría seguir reflejando la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, tras los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE efectuados en noviembre y diciembre de 2011, así como la mejora de la liquidez de las entidades crédito en el contexto de las dos OFPML a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y en enero de 2012 y de la ampliación de la política del Eurosistema relativa a los activos de garantía. Además, también se prevé que el recorte de los tipos de interés oficiales del BCE en julio contribuya gradualmente a reducir los costes de la financiación bancaria en los próximos meses.

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, en junio de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos tendieron a descender, mientras que aumentaron los aplicados a los depósitos. Los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras registraron un acusado descenso en junio, mientras que la caída fue más moderada en el caso de otras categorías de créditos. En particular, los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas a más de cinco años de fijación del tipo inicial se redujeron en torno a 26 puntos

básicos. Los tipos de interés de los créditos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras se situaban, en junio, en el 3,3%, un nivel cercano al mínimo histórico registrado a mediados de 2010. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los créditos de hasta un millón de euros experimentaron una caída de 9 puntos básicos en junio, hasta el 4%. Los tipos de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial también registraron un descenso, de alrededor de 7 puntos básicos. Por el contrario, los tipos de interés de los depósitos a plazo a más de dos años aumentaron en junio, 9 puntos básicos en el caso de las sociedades no financieras y 7 puntos básicos en el caso de los hogares (véase gráfico 19).

Hasta mayo de 2012, los diferenciales entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron debido, en parte, a la presión a la baja ejercida sobre el rendimiento de la deuda pública con calificación AAA, como consecuencia de la huida hacia activos más seguros. En junio, el diferencial entre los tipos de interés a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda (a más de cinco años) y los rendimientos de la deuda pública a siete años con calificación AAA se redujo en un contexto de fuerte volatilidad de los rendimientos de la deuda pública. En el caso de las sociedades no financieras, el diferencial correspondiente para los créditos de más de un millón de euros se redujo alrededor de 60 puntos básicos, tras haber aumentado 50 puntos básicos en el mes anterior.

Si se considera desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que los tipos de interés de los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y los tipos de interés de los créditos a largo plazo de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras han mostrado, en general, una transmisión ligeramente incompleta y lenta de las variaciones en los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA. Recientemente, las regularidades históricas entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA correspondiente podrían haberse visto distorsionadas por las tensiones asociadas a la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, así como por las vulnerabilidades de las entidades de crédito de la zona.

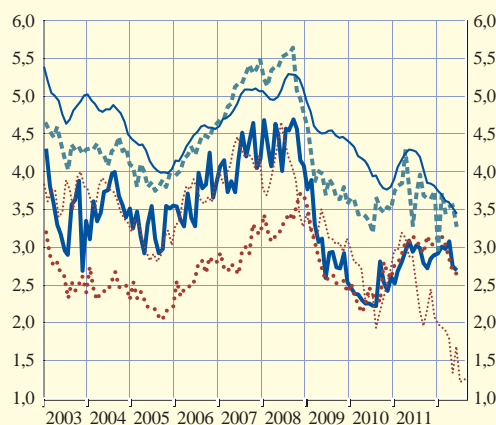
2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron alrededor del 3% en la zona del euro y del 1% en Estados Unidos. Los precios de las acciones registraron un acusado descenso a mediados de julio, descenso que posteriormente se revirtió. Las cotizaciones del

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

sector financiero cayeron como consecuencia de la renovada preocupación acerca de la estabilidad financiera. La inquietud existente en torno a las perspectivas de crecimiento también influyó negativamente en las cotizaciones. Por otra parte, la publicación de datos mejores de lo esperado sobre beneficios y las expectativas de adopción de medidas de estímulo monetario en la zona del euro, Estados Unidos y China respaldaron las cotizaciones bursátiles en la primera mitad de julio. El aumento de las cotizaciones observado a finales de julio se produjo tras las declaraciones de los responsables de la política económica sobre su compromiso de tomar las medidas que sean necesarias para resolver la crisis. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, se incrementó hacia finales de julio tanto en la zona del euro como en Estados Unidos.

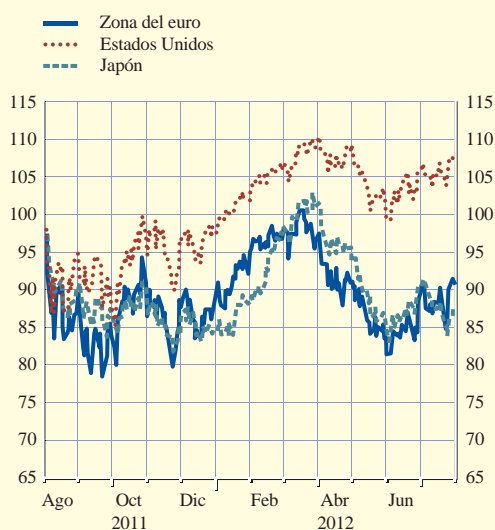
Entre finales de junio y el 1 de agosto de 2012, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron alrededor del 3 %, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 1 % (véase gráfico 20). En Japón, las cotizaciones, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron aproximadamente un 4 % en ese mismo período.

La evolución de los índices bursátiles amplios en la zona del euro y en Estados Unidos fue relativamente similar en julio. Los mercados de renta variable experimentaron una caída a partir del 20 de julio antes de que esa caída se revirtiera al final del mes. Durante la primera mitad de julio, las cotizaciones bursátiles se vieron favorecidas por las expectativas de adopción de medidas de estímulo monetario en la zona del euro, Estados Unidos y China. La publicación de datos mejores de lo esperado sobre beneficios también respaldaron estos precios. Por otra parte, el hecho de que los datos macroeconómicos publicados fueran negativos, en general, y la reducción de las previsiones de crecimiento ejercieron presiones a la baja sobre los precios de las acciones. La caída de estos precios observada con posterioridad al 20 de julio se debió principalmente a la renovada preocupación acerca de la estabilidad financiera de la zona del euro. Aunque en la reunión del Eurogrupo del 20 de julio se acordaron las condiciones del paquete de medidas de recapitalización del sector financiero español, los participantes en el mercado no consideraron que esto fuera suficiente para quebrar la espiral negativa entre los emisores soberanos y el sector financiero. La prohibición de las ventas en corto impuesta por España e Italia tampoco pareció tranquilizar a los mercados de renta variable. La disminución de los precios de las acciones se revirtió a finales de julio tras las declaraciones de los responsables de la política económica sobre su compromiso de adoptar las medidas que sean necesarias para resolver la crisis.

En julio, la evolución del precio de las acciones fue divergente en la zona del euro. Hasta el 20 de julio, las cotizaciones bursátiles españolas e italianas descendieron, mientras que aumentaron en la mayoría

Gráfico 20 Índices bursátiles

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



Fuente: Thomson Reuters.

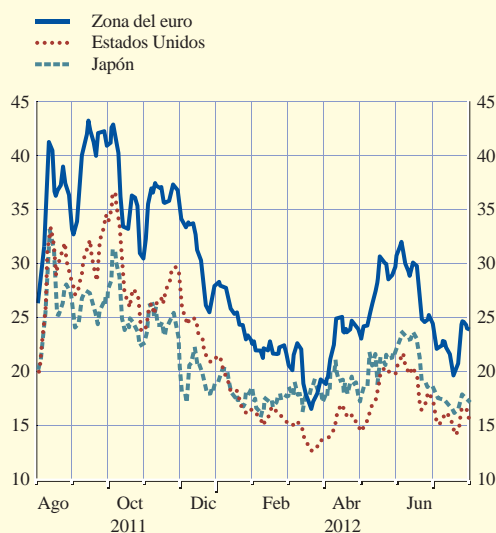
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

de los demás países. Posteriormente, todos los mercados de renta variable retrocedieron, registrando los precios de las acciones de España e Italia las caídas más acusadas. Las cotizaciones de estos dos países también encabezaron la recuperación observada posteriormente. En conjunto, durante el período analizado, los precios de las acciones españolas e italianas se redujeron un 4% y un 2%, respectivamente, mientras que, por ejemplo, los precios de las acciones alemanas se incrementaron un 5%. En la zona del euro en su conjunto, los precios de las acciones del sector financiero disminuyeron alrededor del 1% en el período considerado, mientras que las cotizaciones de los sectores no financieros aumentaron un 3%.

La incertidumbre en el mercado de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó en la primera mitad de julio, antes de aumentar a partir del día 20. El 1 de agosto, la volatilidad implícita se situó en el 24% en la zona del euro. En Estados Unidos, la volatilidad implícita en este mercado también se redujo en la primera quincena de julio, antes de incrementarse al final del período de referencia. La volatilidad implícita en este país, que se sitúa en el 16%, sigue siendo inferior a la registrada en la de zona del euro. En ambas áreas económicas, los niveles de incertidumbre observados en los mercados bursátiles a mediados de julio eran próximos a los mínimos registrados en los meses del año transcurridos hasta ahora. No obstante, después de aumentar de nuevo, las volatilidades implícitas de las dos áreas económicas retornaron al nivel medio de 2012 a finales de julio (véase gráfico 21).

Gráfico 21 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 3

CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2012¹

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el primer trimestre de 2012, que se publicaron el 1 de agosto de 2012, ofrecen información completa sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. En el primer trimestre de 2012, el debilitamiento adicional de la actividad económica mantuvo paralizada la corrección de los desequilibrios que se había iniciado durante la fase de recuperación, al igual que en el trimestre anterior. La tasa de ahorro de los hogares se estabilizó en niveles cercanos a los mínimos históricos y el patrimonio neto de este sector se redujo, mientras que los déficits públicos solo descendieron ligeramente. La necesidad de financiación de las sociedades no financieras volvió a ser positiva, aunque esto se debió a una disminución de los beneficios no distribuidos, mientras que

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

la formación bruta de capital experimentó una contracción y las existencias se redujeron a un ritmo más rápido. Al mismo tiempo, el saldo exterior de la zona siguió registrando un superávit por segundo trimestre consecutivo.

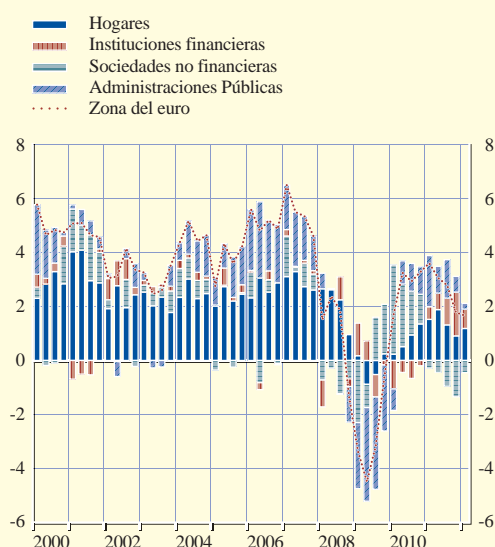
Renta y capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

El crecimiento interanual de la renta disponible nominal de la zona del euro continuó cayendo hasta el 1,7% en el primer trimestre de 2012, tras el significativo descenso de un punto porcentual, que lo situó en el 1,8% en el trimestre anterior (véase gráfico A). Como el crecimiento de la renta se ralentizó, el crecimiento del ahorro bruto de la zona cayó del 3,8% al 1,4%, en tasa interanual, lo que quedó reflejado, en todos los sectores, en un acusado descenso de los beneficios no distribuidos (ahorro) de las sociedades no financieras, en un crecimiento más lento de los beneficios no distribuidos de las instituciones financieras y, a diferencia de lo observado en trimestres anteriores, en la falta de continuidad del proceso de corrección del desahorro público. Al mismo tiempo, el crecimiento de la formación de capital pasó a ser negativo en la zona del euro en su conjunto y en todos los sectores institucionales no financieros.

En general, la capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro (saldo exterior, que puede definirse en sentido amplio como la diferencia entre ahorro y formación de capital) se mantuvo en valores positivos por segundo trimestre consecutivo, en términos desestacionalizados, y retornó a territorio positivo en términos acumulados de cuatro trimestres. Desde un punto de vista sectorial, la mejora de la capacidad/necesidad de financiación se debió, en particular, al sector de instituciones financieras, cuya contribución a la capacidad de financiación total de la zona del euro desde el inicio de la crisis ha sido muy positiva. Esta mejora es reflejo del aumento de los beneficios no distribuidos

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

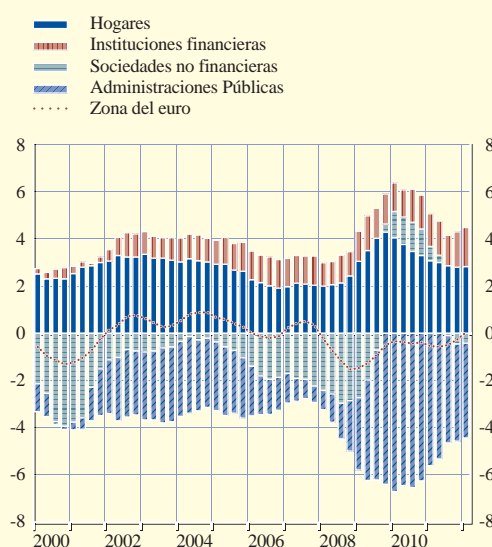
(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

de las instituciones financieras como consecuencia de sus esfuerzos por mejorar su nivel de capital. Además, la mejora del saldo exterior también refleja el ligero descenso de la necesidad de financiación del sector público (véase gráfico B, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Por lo que se refiere a la financiación, el aumento de la capacidad de financiación tuvo su reflejo, principalmente, en una reducción de las entradas netas en valores distintos de acciones y, en menor medida, en acciones y otras participaciones, que se vieron contrarrestadas solo en parte por un descenso de las salidas netas de la partida efectivo y depósitos. Además, la repatriación de fondos disminuyó, especialmente en forma de depósitos, que se redujeron a un ritmo más lento que en trimestres anteriores.

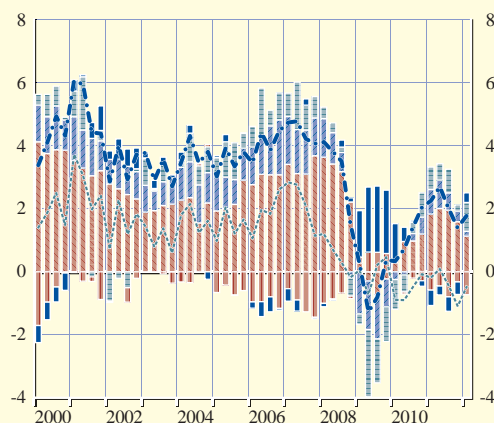
Evolución de los sectores institucionales

Después de dos trimestres de descenso, la tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible de los hogares aumentó hasta el 1,8% en el primer trimestre de 2012, desde el 1,4% del trimestre anterior (véase gráfico C), pese a una significativa reducción del crecimiento de la remuneración de los asalariados. Este aumento es atribuible a un crecimiento más elevado de las rentas de la propiedad netas y de las prestaciones sociales, que crecieron por primera vez desde el tercer trimestre de 2010. El crecimiento de la renta disponible real se mantuvo en territorio negativo (el -0,5%, en tasa interanual) por tercer trimestre consecutivo, como consecuencia de la elevada inflación. Como el consumo privado también se incrementó a una moderada tasa de crecimiento interanual del 1,9%, cercana a la tasa correspondiente a la renta, la tasa de ahorro de los hogares se estabilizó en el 13,3%, en términos desestacionalizados (véase gráfico D).

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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

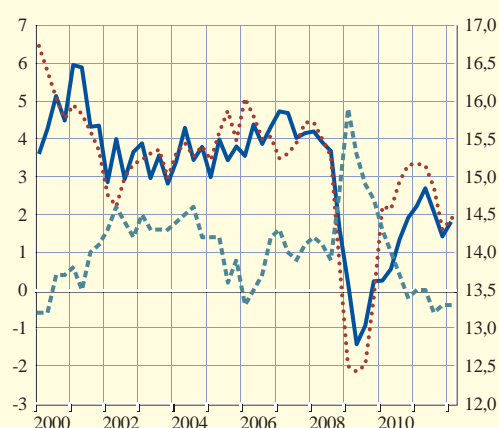


Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

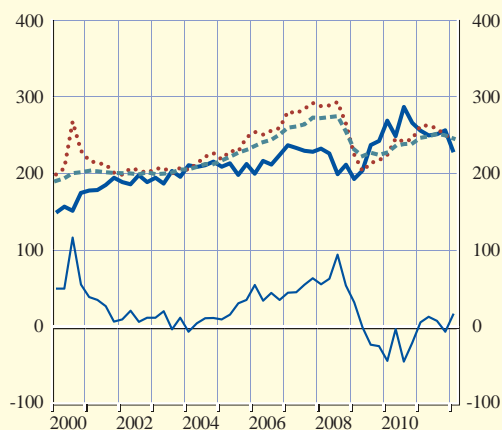
Como resultado de la debilidad de la inversión no financiera (cuya tasa de crecimiento interanual fue negativa), la capacidad de financiación de los hogares registró un ligero incremento, que se vio reflejado, asimismo, en una disminución del crecimiento de los préstamos (el 1,2%, un descenso de 0,3 puntos porcentuales), mientras que el crecimiento de la inversión financiera se mantuvo prácticamente sin cambios en el 2,1%. Continuaron los desplazamientos de cartera en detrimento de los componentes de M3 y de las reservas técnicas de seguro, al tiempo que aumentó la contribución de la inversión en instrumentos de mercado, especialmente en acciones, al crecimiento de la inversión financiera. La venta de participaciones en fondos de inversión se desaceleró.

El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* de la zona del euro continuó descendiendo en términos desestacionalizados, dado que el valor añadido siguió desacelerándose con más rapidez que los salarios. Como resultado, los beneficios no distribuidos (ahorro) se redujeron un 3,8% en términos interanuales. Esta reducción, junto con un avance muy leve de la formación bruta de capital (que creció solamente un 0,2%, en comparación con el 3,5% del trimestre anterior) contrarrestó con creces la aceleración observada en la desacumulación de existencias, lo que dio lugar a un crecimiento de sus necesidades de financiación (véase gráfico E). El crecimiento interanual de la financiación y de la inversión financiera de las sociedades no financieras se mantuvo apenas sin cambios en el 2,1% y el 3,2%, respectivamente. La menor contribución de la financiación mediante préstamos concedidos por las IFM al crecimiento total de la financiación se vio contrarrestada nuevamente por las mayores aportaciones de las acciones no cotizadas y de los valores distintos de acciones. La financiación entre empresas relacionadas siguió desempeñando un

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

(mm de euros; datos desestacionalizados)

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

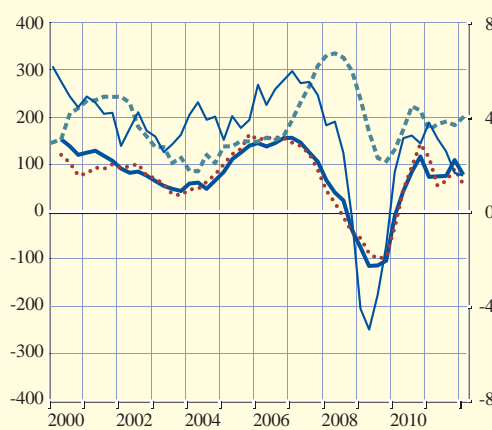


Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: Datos desestacionalizados por el BCE.

Gráfico F Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y su crédito comercial pendiente de cobro y de pago

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres en mm de euros; tasas de variación interanual)

- Crédito comercial pendiente de cobro (escala izquierda)
- Crédito comercial pendiente de pago (escala izquierda)
- - - Préstamos concedidos por las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Tasa de crecimiento interanual del PIB (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: El BCE ha estimado el crédito comercial pendiente de cobro y de pago sobre la base de información parcial.

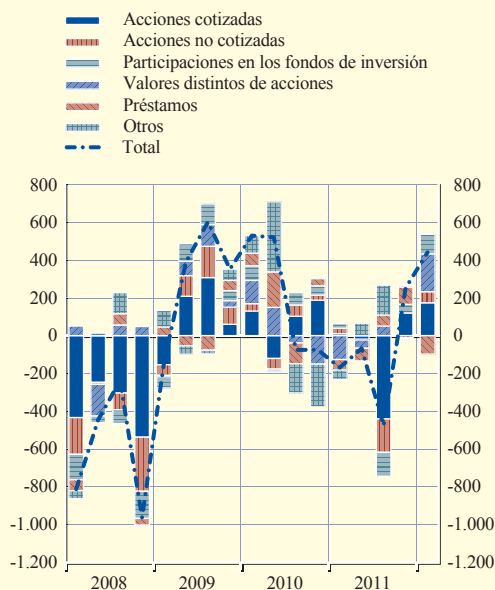
importante papel amortiguador, y su contribución total se mantuvo bastante estable, a pesar del ligero descenso observado en los créditos comerciales (véase gráfico F). La reducción gradual del desapalancamiento de las sociedades no financieras que se registró desde mediados de 2009 continuó en el primer trimestre de 2012, pero esto se debió, principalmente, a aumentos en la valoración de las tenencias de acciones y participaciones.

El saldo presupuestario de las *Administraciones Públicas* solo mejoró ligeramente y se situó en el -4 % del PIB (flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres) en el primer trimestre de 2012, frente al -4,1 % del PIB en el cuarto trimestre de 2011, lo que prácticamente frenó la tendencia al alza que se había iniciado en el primer trimestre de 2010, cuando el saldo presupuestario registró su nivel más bajo, con el -6,7 % del PIB. Este resultado se debió, principalmente, a la caída de los ingresos, en un contexto de ralentización de la economía, en particular de los ingresos recaudados mediante impuestos directos a las sociedades no financieras y cotizaciones sociales netas a cargo de los empleadores. La emisión neta de deuda pública en el primer trimestre de 2012 fue absorbida totalmente por las entidades de crédito, que acudieron a las OFPML a tres años y utilizaron la liquidez obtenida principalmente para comprar deuda pública. Los no residentes, así como las empresas de seguros y fondos de pensiones, también fueron compradores netos de deuda pública en ese trimestre, tras haber reducido sus tenencias de deuda pública en el trimestre anterior. Sin embargo, los fondos de inversión intensificaron sus ventas de deuda pública, siguiendo la tendencia iniciada en 2010.

La renta disponible de las *instituciones financieras* siguió mostrando un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2012, como consecuencia, fundamentalmente, de las rentas de la propiedad obtenidas. Se registraron ganancias de capital en los valores distintos de acciones, al caer el rendimiento de los bonos soberanos en los países sometidos a tensiones, mientras que también se observaron ganancias de capital en las acciones y otras participaciones por segundo trimestre consecutivo, como consecuencia del favorable clima observado en los mercados durante las primeras semanas del año (véase gráfico G). Las instituciones financieras continuaron aumentando el capital de forma importante mediante la emisión de acciones y los beneficios no distribuidos. Sin embargo, el incremento de 0,1 puntos porcentuales de la ratio de activos netos sobre activos a precios de mercado, hasta el 12,6 %, observado ese trimestre, se debió en mayor medida a las ganancias de capital que a la acumulación de dicho capital, ya que el balance agregado todavía aumentó con más rapidez que el capital, principalmente como consecuencia de la provisión de financiación a través de las OFPML a tres años.

Gráfico G Otros flujos económicos en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El total se refiere a «otros flujos económicos», que están relacionados principalmente con ganancias y pérdidas (realizadas y no realizadas) (incluido el saneamiento de los préstamos).

Evolución del balance de los hogares

En el primer trimestre de 2012, el patrimonio neto de los hogares se redujo como consecuencia de la caída de los precios inmobiliarios. En términos de flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres, la reducción fue equivalente al 4,9% de su renta disponible bruta (véase gráfico H), debido a las pérdidas de capital en activos netos, tanto financieros como no financieros, que contrarrestaron con creces el ahorro neto. Las pérdidas registradas en los activos no financieros se debieron principalmente a la caída de los precios inmobiliarios durante los dos últimos trimestres, mientras que las pérdidas observadas en los activos financieros netos estuvieron relacionadas fundamentalmente con el declive de los mercados en el tercer trimestre de 2011 (estas últimas pérdidas se vieron compensadas en cierta medida por las ganancias de capital resultantes del aumento de las cotizaciones y la caída de los tipos de interés en el primer trimestre de 2012). La ratio de deuda en relación con los activos siguió aumentando, hasta alcanzar un máximo histórico del 14,5%, como consecuencia del deterioro del valor de los activos no financieros y del nivel de ahorro relativamente bajo.

Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE

Nota: Los datos sobre activos no financieros son estimaciones del BCE.

1) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

2) Principalmente pérdidas y ganancias en acciones y otras participaciones.

3) Principalmente pérdidas y ganancias en tenencias de activos inmobiliarios y de suelo.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en julio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían seguir cayendo en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2% en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas. Se considera que los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La inflación medida por el IAPC fue del 2,4% en julio de 2012, sin cambios con respecto a mayo y junio (véase cuadro 5). Como consecuencia del repunte que han registrado los precios del petróleo desde finales de junio y como corroboran los datos del Boletín Petrolífero semanal, la contribución del componente energético a la inflación aumentó en julio, aumento que quedó contrarrestado, aunque solo en parte, con efectos de base.

En junio de 2012, el último mes para el que se dispone de una desagregación oficial, la inflación medida por el IAPC se mantuvo en el 2,4%, sin variación con respecto al mes anterior. La estabilidad de esta tasa enmascara una caída de la tasa de variación interanual de la energía y un fuerte incremento de la de los alimentos no elaborados.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el 6,1% en junio, desde el 7,3% de mayo, como consecuencia de la fuerte disminución intermensual de dichos precios (-1,7%), debido al descenso de los precios del crudo, que contrarrestó con creces un efecto de base al alza. En particular, la tasa de crecimiento interanual del precio de los combustibles para vehículos privados y del precio de los combustibles líquidos se contrajo significativamente en junio, mientras que el ritmo de avance de los precios de la electricidad se mantuvo sin cambios.

La tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados aumentó hasta el 3,1% en junio, frente al 1,8% de mayo, como consecuencia de un efecto de base al alza y de un ritmo de crecimiento

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

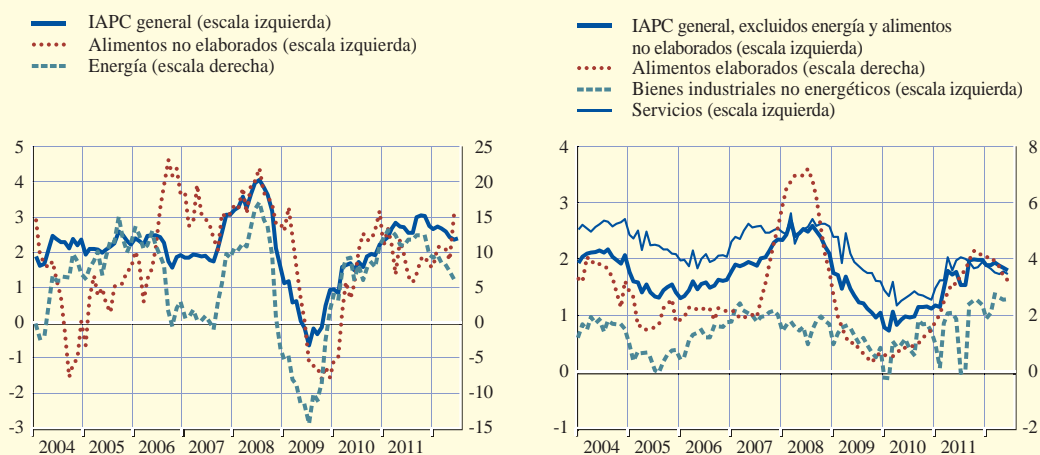
	2010	2011	2012 Feb	2012 Mar	2012 Abr	2012 May	2012 Jun	2012 Jul
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,7	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4
Energía	7,4	11,9	9,5	8,5	8,1	7,3	6,1	.
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	2,2	2,2	2,1	1,8	3,1	.
Alimentos elaborados	0,9	3,3	4,1	3,9	3,7	3,4	3,2	.
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,0	1,4	1,3	1,3	1,3	.
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,7	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	3,7	3,5	2,6	2,3	.	.
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	89,7	94,2	91,4	86,0	76,4	83,4
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-7,5	-5,2	-3,8	-0,2	0,9	4,6

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

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

Gráfico 22 Desagregación de la inflación medida por el IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas mucho más elevado, mientras que las tasas de variación interanual de los precios de la carne y del pescado disminuyeron ligeramente. En cambio, la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados continuó descendiendo, hasta situarse en el 3,2% en junio. A principios de año, las tasas de variación interanual de este subcomponente se mantuvieron levemente por encima del 4%. El descenso de esta tasa reflejó, en particular, el menor incremento, en términos interanuales, de los precios del pan y los cereales, así como de la leche, el queso y los huevos, mientras que los precios del tabaco avanzaron a un ritmo más intenso que en mayo.

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 permaneció sin variación en el 1,6% en junio de 2012 por cuarto mes consecutivo. La inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que está determinada fundamentalmente por factores internos, como los salarios, los márgenes y los impuestos indirectos, 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 sin cambios en el 1,3% en junio, y la de los precios de los servicios disminuyó ligeramente, del 1,8% en mayo al 1,7% en junio, siendo reflejo de una reducción de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios recreativos, que compensó con creces el mayor ritmo de avance interanual de los precios de los servicios de comunicación y de transporte.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre los precios industriales de la zona del euro desde la publicación del Boletín Mensual de julio. Los datos disponibles por países sugieren que es muy probable que la tasa de variación interanual de los precios industriales de la zona del euro (excluida la construcción) vuelva a disminuir en junio. Esta tasa cayó hasta el 2,3% en mayo de 2012, desde el 2,6% de abril. El descenso

Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

de la tasa interanual del índice general fue generalizado en los principales componentes, en concreto la energía, los alimentos y los bienes de consumo no alimenticio. En el mismo período, el ritmo de avance de los precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se ralentizó hasta el 1,1 %, desde el 1,3 %. Por lo que respecta a las últimas fases de la cadena de producción, los componentes de bienes de consumo alimenticio y no alimenticio se redujeron de nuevo. Estos últimos retrocedieron desde el 0,9 % hasta el 0,7 % en mayo, prolongando su caída con respecto a los niveles históricamente elevados observados a finales de 2011. Esta disminución, junto con la menor tasa de variación de los precios de importación, indica un cierto alivio de las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC.

Los indicadores basados en las encuestas de precios de venta en la industria, que anticipan la evolución del IPRI, descendieron de nuevo en junio de 2012 (véase gráfico 24). Según la encuesta de la Comisión Europea, las expectativas de precios de venta disminuyeron, debido a que las expectativas del sector de bienes de consumo fueron revisadas a la baja, mientras que los demás componentes se mantuvieron sin cambios. Por lo que respecta al índice de directores de compras, el índice de precios de producción continuó cayendo, situándose en 47,1 en julio (el nivel más bajo desde febrero de 2010). En comparación con junio, un número más elevado de empresas indicaron disminuciones de los precios en el sector de manufacturas y, especialmente, en el sector servicios, supuestamente porque las empresas intentaron aumentar sus ventas a través de descuentos. El índice de precios de bienes intermedios se redujo ligeramente, pasando de 51,3 en junio a 51,1 en julio, como consecuencia de la nueva y acusada caída (desde 45,3 hasta 43,6) registrada en las manufacturas. En cambio, en el sector servicios, los precios de los bienes intermedios se incrementaron a un ritmo algo más acelerado, debido a la subida de los costes de estos bienes en comparación con junio, por el avance de los costes de los alimentos, del petróleo y del transporte. Estos dos índices de precios se sitúan actualmente muy por debajo de sus medias a largo plazo.

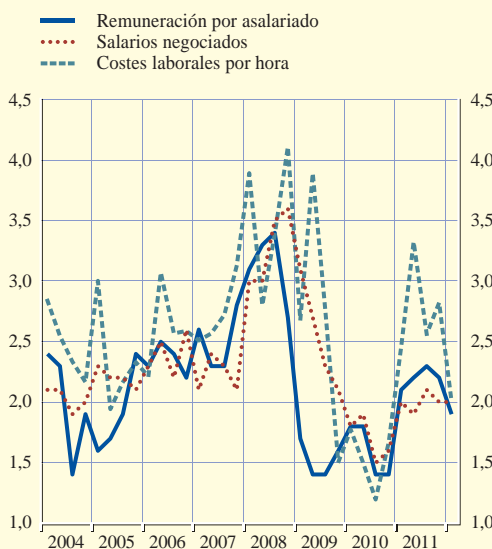
3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Los indicadores de costes laborales publicados recientemente muestran algunos signos de moderación de las presiones salariales en el primer trimestre de 2012 (véanse cuadro 6 y gráfico 25), probablemente como consecuencia de la débil actividad económica y de la continua atonía del mercado de trabajo.

Los costes laborales por hora de la zona del euro se redujeron hasta situarse en el 2% en el primer trimestre de 2012, frente al 2,8% del trimestre anterior. Este descenso fue generalizado en los distintos sectores (véase gráfico 26). Los costes no salariales crecieron al mismo ritmo que el componente de sueldos y salarios de los costes laborales por hora de la zona del euro. La información preliminar disponible sugiere que los salarios negociados en la zona del euro registraron un ligero aumento en mayo, principalmente impulsados por el significativo avance del crecimiento de los salarios negociados en Alemania.

Gráfico 25 Indicadores de costes laborales

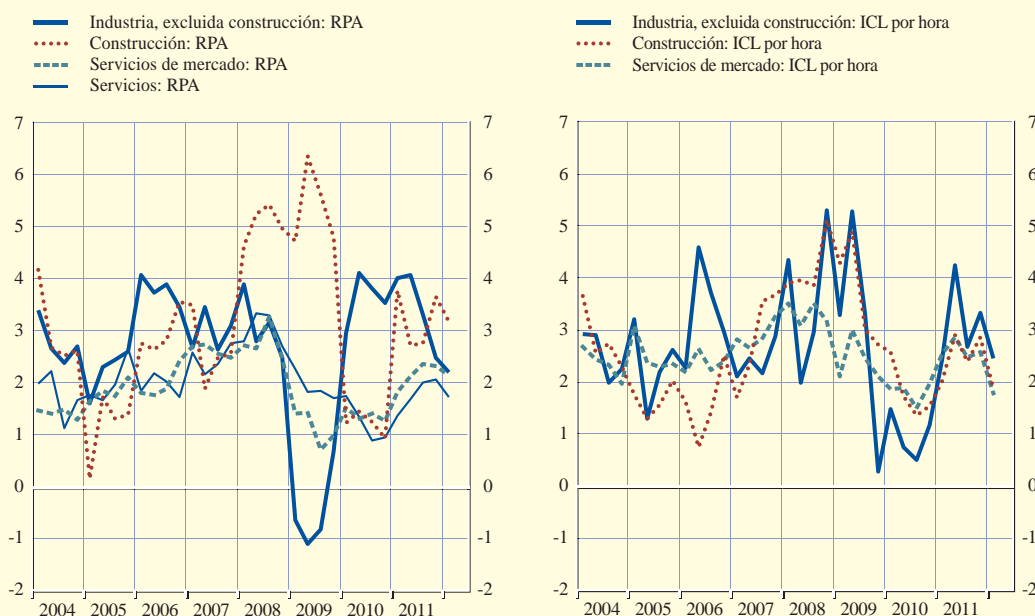
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



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.

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

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	2012 I
Salarios negociados	1,7	2,0	2,0	1,9	2,1	2,0	2,0
Índice de costes laborales por hora	1,5	2,8	2,5	3,3	2,6	2,8	2,0
Remuneración por asalariado	1,7	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	1,9
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	2,5	1,3	2,2	1,3	1,2	0,9	0,4
Costes laborales unitarios	-0,8	0,8	-0,2	0,9	1,2	1,4	1,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

La remuneración por asalariado creció un 1,9 % en el primer trimestre del año en curso, tras registrar una tasa de crecimiento interanual del 2,2 % en el trimestre anterior. Dado que el crecimiento interanual de la productividad del trabajo se redujo más que el de la remuneración por asalariado, el crecimiento interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta el 1,5 % en los tres primeros meses de 2012, frente al 1,4 % del cuarto trimestre de 2011. De cara al futuro, en un contexto de debilidad de la situación del mercado de trabajo, las presiones generales sobre los salarios deberían permanecer contenidas.

3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4 % en julio de 2012, sin cambios con respecto al mes anterior. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación deberían seguir cayendo en el transcurso de 2012 y situarse de nuevo por debajo del 2 % en 2013. A lo largo del horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado de la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían continuar siendo limitadas.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 4) muestra que las expectativas de inflación de los encuestados se sitúan en el 2,3 % para 2012 y en el 1,7 % para 2013. En comparación con la encuesta anterior, esto supone que no se han revisado las cifras correspondientes a 2012 y que las de 2013 se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales. Estas previsiones están claramente dentro de los intervalos indicados en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2012. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2017) se mantienen sin variación en el 2 %.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza proceden de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de consolidación fiscal, y de unas subidas de los precios de la energía a medio plazo mayores de lo previsto. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en especial como consecuencia de la reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, que podría afectar al balance de riesgos hacia la baja.

Recuadro 4

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE DE 2012

A continuación se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2012. La encuesta se realizó entre el 16 y el 19 de julio de 2012, y se recibieron 50 respuestas¹. Los resultados suponen que las expectativas de inflación para 2012 y 2013 prácticamente no han experimentado variación en comparación con la encuesta anterior, mientras que las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para ambos años. En cuanto a las expectativas de inflación a más largo plazo, la previsión media se mantiene sin variación en el 2 %.

Las expectativas de inflación a más corto plazo prácticamente no han variado

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,3 % y en el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro), lo que supone que no se han revisado las cifras correspondientes a 2012 y que se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales las de 2013. Los encuestados atribuyen esta revisión principalmente al descenso de los precios de la energía y de las materias primas, a las perspectivas de crecimiento menos favorables y al hecho de que las presiones salariales hayan sido más limitadas. Las expectativas de inflación para 2014 (en la encuesta del tercer trimestre se incluye un año adicional) se sitúan en el 1,9 %.

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

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

(tasas de variación anual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta			
	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE III 2012	2,3	1,7	1,9	2,0
EPE anterior (II 2012)	2,3	1,8	-	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (junio 2012)	2,3-2,5	1,0-2,2	-	-
Consensus Economics (julio 2012)	2,3	1,7	-	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2012)	2,3	1,8	2,0	2,2
Crecimiento del PIB real	2012	2013	2014	A más largo plazo²⁾
EPE III 2012	-0,3	0,6	1,4	1,8
EPE anterior (II 2012)	-0,2	1,0	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema (junio 2012)	-0,5-0,3	0,0-2,0	-	-
Consensus Economics (julio 2012)	-0,5	0,5	-	1,6
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2012)	-0,4	0,5	1,4	1,8
Tasa de desempleo¹⁾	2012	2013	2014	A más largo plazo²⁾
EPE II 2012	11,2	11,4	10,8	9,2
EPE anterior (II 2012)	11,0	10,9	-	8,9
Consensus Economics (julio 2012)	11,1	11,4	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (julio 2012)	11,1	11,3	11,5	10,5

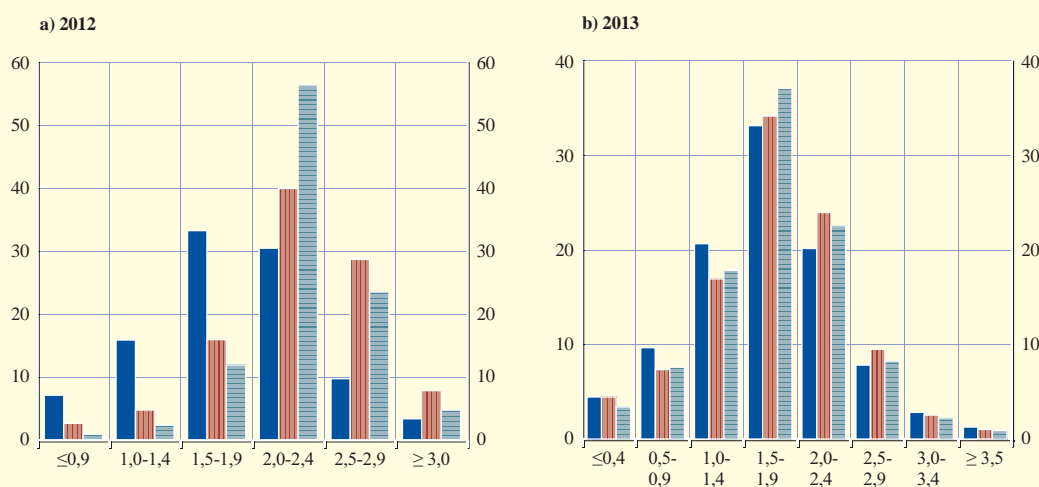
1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a más largo plazo se refieren a 2017 en la EPE del tercer trimestre de 2012 y en Consensus Economics, y a 2016 en la EPE del segundo trimestre y en el Barómetro de la Zona del Euro.

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

(probabilidad en porcentaje)

■ EPE I 2012
■ EPE II 2012
■ EPE III 2012



Fuente: BCE.

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

Las expectativas de inflación obtenidas de la EPE para 2012 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en junio de 2012 y son muy similares a las publicadas en las encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics de julio. Las distribuciones de probabilidad agregada se han concentrado aún más: en el intervalo comprendido entre el 2% y el 2,4% para 2012, y en el intervalo que abarca del 1,5% al 1,9% para 2013 (véase gráfico A).

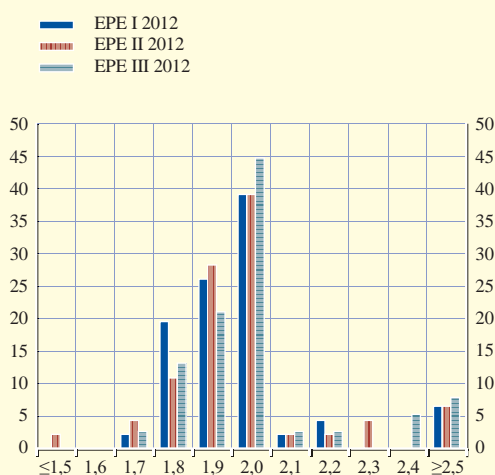
Algunos encuestados mencionaron la posibilidad de que se produzcan aumentos de los precios de la energía y de las materias primas como riesgos alcistas para sus proyecciones centrales de inflación. También se mencionaron como otro posible riesgo al alza nuevos incrementos de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Los principales riesgos bajistas mencionados fueron el debilitamiento de la actividad económica y el aumento del desempleo en el caso de que se produzca un nuevo agravamiento de la crisis de la deuda en algunos países de la zona del euro.

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

La previsión media de inflación a más largo plazo se mantiene en el 2%. Mostradas con dos decimales, las expectativas se sitúan, en promedio, en el 2,02%, frente al 1,99% de la encuesta anterior. La mediana y la moda de las previsiones también se mantienen estables en el 2%, y el porcentaje de encuestados que situaron la previsión en el 2% ha aumentado del 39% al 45% (véase gráfico B). Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE también son acordes, en líneas generales, con las previsiones a más largo plazo de Consensus Economics, pero se sitúan 0,2 puntos porcentuales por debajo de las más recientes del Barómetro de la Zona del Euro.

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

(porcentaje de encuestados)

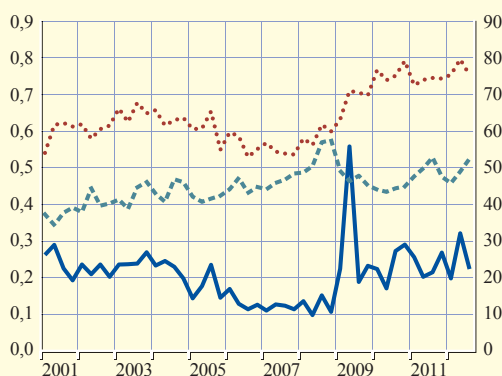


Fuente: BCE.

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

(puntos porcentuales; porcentajes)

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



Fuente: BCE.

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

La distribución de probabilidad agregada se ha desplazado ligeramente hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior, habiendo aumentado del 49 % al 52 % la probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, se redujo hasta situarse en 0,2 puntos porcentuales (desde los 0,3 puntos porcentuales de la encuesta anterior). La incertidumbre agregada en torno a estas expectativas, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se ha reducido ligeramente, pero se mantiene en niveles muy elevados (véase gráfico C)².

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013

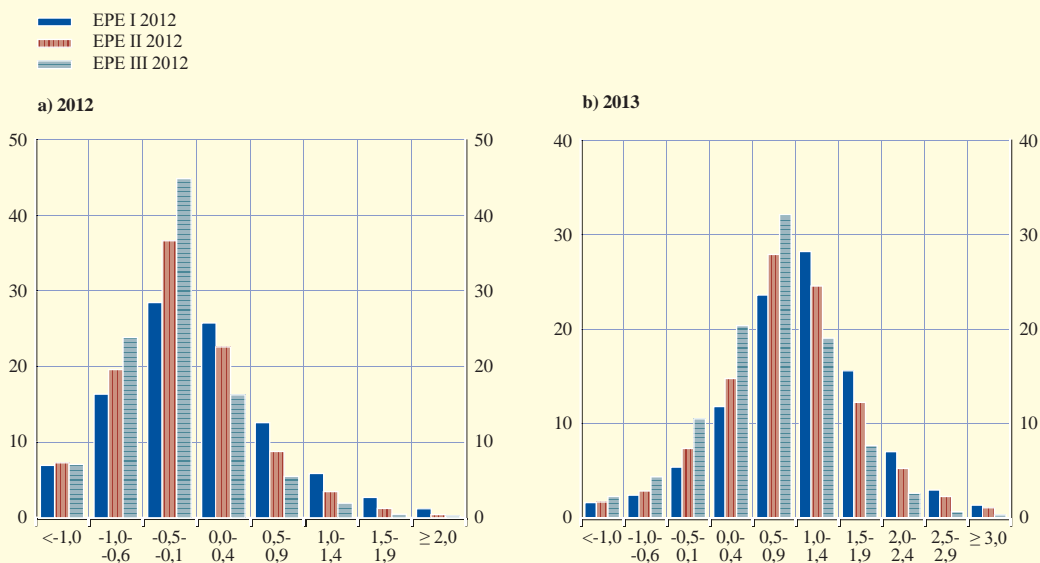
Las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, y actualmente se cifran en el -0,3 %. Para 2013, las expectativas se han reducido significativamente, en 0,4 puntos porcentuales, hasta el 0,6 %. Por lo que respecta a 2014, las expectativas se sitúan en el 1,4 % (véase cuadro).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas más recientes elaboradas por los expertos del Eurosistema, las expectativas de crecimiento del PIB real que recoge la EPE se sitúan dentro de los intervalos para todos los años; en comparación con las últimas proyecciones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, son ligeramente más altas para 2012 y 2013 e iguales para 2014.

² Para más información sobre las medidas de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas sobre la tasa de variación media del PIB en 2012 y 2013 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

En opinión de los encuestados, los principales factores determinantes de las revisiones a la baja son la intensificación de las medidas de saneamiento presupuestario en algunos países de la zona del euro y la mayor incertidumbre que rodea a la resolución de la crisis de deuda soberana.

Las distribuciones de probabilidad agregada para 2012 y 2013 se han desplazado ligeramente hacia la izquierda. Para 2012, los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta al intervalo comprendido entre el -0,5% y el -0,1%: un 44,9% en comparación con el 36,6% de la encuesta anterior. Se mantienen los riesgos a la baja para el crecimiento del PIB de la zona del euro, derivados, principalmente, de una escalada de la crisis de deuda soberana. Entre estos riesgos, también se mencionan un nuevo deterioro de la confianza, un aumento de los niveles de incertidumbre y una caída de la demanda externa como consecuencia de una desaceleración de la economía mundial. La depreciación del euro, que podría favorecer las exportaciones, se percibe como el principal riesgo al alza para el escenario de referencia.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2017) se sitúan en el 1,8%. Al mismo tiempo, la distribución de probabilidad agregada se ha desplazado a la baja en comparación con la encuesta anterior. Los expertos asignan ahora una probabilidad de alrededor del 29% (frente al 28% anterior) a que el crecimiento del PIB real a más largo plazo se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, mientras que la probabilidad acumulada de que el crecimiento del PIB sea superior al 1,9% se ha reducido en 2 puntos porcentuales, hasta el 38%.

Nuevo aumento de las expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2012 y 2013

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan actualmente en el 11,2% para 2012, en el 11,4% para 2013 y en el 10,8% para 2014 (véase cuadro), lo que supone sendas revisiones al alza de

0,2 puntos porcentuales para 2012 y de 0,5 puntos porcentuales para 2013 en comparación con la encuesta anterior. A juzgar por los comentarios de los expertos, estas nuevas revisiones se debieron, principalmente, al continuo deterioro de las perspectivas económicas y al impacto de las medidas de austeridad adicionales en algunos países de la zona del euro. Los encuestados prevén que la tasa de desempleo toque techo en 2013. No obstante, el posterior descenso será probablemente lento, ya que se estima que la recuperación esperada de la actividad económica será demasiado débil para tener un efecto importante a la baja sobre la tasa de desempleo.

Las últimas proyecciones de la EPE para 2012 y 2013 se sitúan ligeramente por encima de las publicadas recientemente por Consensus Economics y en el Barómetro de la Zona del Euro; sin embargo, la proyección de la EPE para 2014 es considerablemente más baja (0,7 puntos porcentuales) que la del Barómetro de la Zona del Euro más reciente, que prevé un nuevo incremento en 2014.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2017) se sitúan en el 9,2%, 0,3 puntos porcentuales por encima del nivel de la encuesta anterior. La distribución de probabilidad agregada en su integridad también se ha desplazado claramente hacia la derecha.

En la EPE se estima que los riesgos para las perspectivas relativas al desempleo se sitúan al alza. Se consideran como principales factores de riesgo un debilitamiento de la actividad económica más fuerte de lo previsto actualmente y un aumento del desempleo estructural. Los riesgos a la baja se mencionan principalmente en el contexto del horizonte a más largo plazo y se asocian, principalmente, a la aplicación de nuevas reformas estructurales y al éxito de las reformas que ya se han puesto en marcha.

Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, todos los supuestos incluidos en la encuesta se han revisado a la baja. En particular, los relativos a los precios del petróleo para 2012 se han revisado a la baja desde el nivel inferior a 120 dólares estadounidenses el barril, que figuraba en la encuesta anterior, hasta alrededor de 102 dólares el barril en la EPE actual. Después, se supone que los precios del petróleo aumentarán gradualmente hasta situarse en torno a 109 dólares el barril en 2014. En cuanto al crecimiento de la remuneración por asalariado, se supone que se situará en el 1,8% en 2012 y (tras un ligero descenso en 2013) aumentará hasta el 2,4% en el largo plazo (2017). Se prevé que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se mantenga estable en torno a 1,24 hasta 2013 y que después se aprecie ligeramente en 2014. Según las previsiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema se situará, en promedio, alrededor del 0,7% hasta 2013 y, posteriormente, aumentará hasta el 1% en 2014.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,3% observado en el trimestre anterior. Los indicadores económicos apuntan a una débil actividad económica en el segundo trimestre de 2012 y a comienzos del tercer trimestre, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona del euro se recupere solo de manera muy gradual, al verse frenada la dinámica de crecimiento por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de financiación, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, así como el elevado desempleo, afecten al dinamismo subyacente del crecimiento, que también se ha visto lastrado por la desaceleración global en curso. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

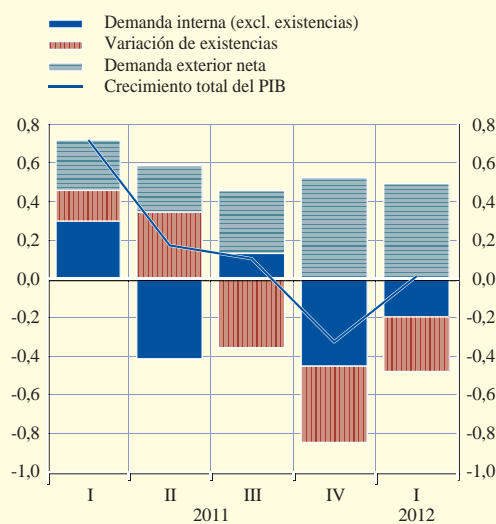
El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro fue nulo en el primer trimestre de 2012, tras el descenso del 0,3% observado en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 27). La demanda interna y la variación de existencias contribuyeron negativamente, mientras que la demanda exterior neta continuó aportando un impulso positivo al crecimiento.

Tras la contracción del 0,5% observada en el cuarto trimestre de 2011, el consumo privado se mantuvo prácticamente sin cambios en el primer trimestre de este año. Esta estabilización fue resultado de la contribución positiva del gasto en consumo de bienes al por menor y de servicios, al aumentar el comercio minorista, que se vio contrarrestada por la aportación negativa del gasto en consumo para adquisición de automóviles. Las matriculaciones de automóviles disminuyeron con fuerza, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de este año.

Por lo que respecta al segundo trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado pone de manifiesto una evolución persistentemente débil del gasto de los hogares. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó en mayo, pero en los dos primeros meses del segundo trimestre permaneció un 0,8% por debajo del nivel medio del primer trimestre, lo que representa un deterioro si se compara con el trimestre precedente, cuando las ventas del comercio minorista registraron un incremento del 0,2%. Al mismo tiempo, aunque las matriculaciones de automóviles se incrementaron tanto en mayo como en junio, en el segundo trimestre en su conjunto fueron un 0,5% inferiores a las del primer trimestre. Este retroceso constituye, sin embargo, una moderación si se compara con el trimestre anterior, en el que las matriculaciones se redujeron un 6,7%. Los datos de las encuestas de comercio al por menor también apuntan a una prolongada debilidad del consumo de bienes al por menor en el segundo trimestre, así como en julio de 2012 (véase gráfico 28). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor experimentó un descenso entre el primero y el segundo trimestre, pasando de 46,7 a 44,3. Así pues, el nivel del índice se mantuvo claramente por debajo del umbral

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.

teórico de expansión de 50, que señala una continua falta de dinamismo de las ventas. El índice correspondiente a julio, que se situó en 46,4, sugiere la continuación de la frágil dinámica de las ventas del comercio al por menor al inicio del tercer trimestre. Además, la confianza de los consumidores de la zona del euro descendió en julio hasta situarse en un nivel ligeramente inferior al del segundo trimestre. El índice se mantuvo claramente por debajo de su media de largo plazo, señalando la persistencia de la atonía del gasto en consumo. Del mismo modo, el indicador de grandes compras también se mantuvo en un nivel inferior al de su media de largo plazo.

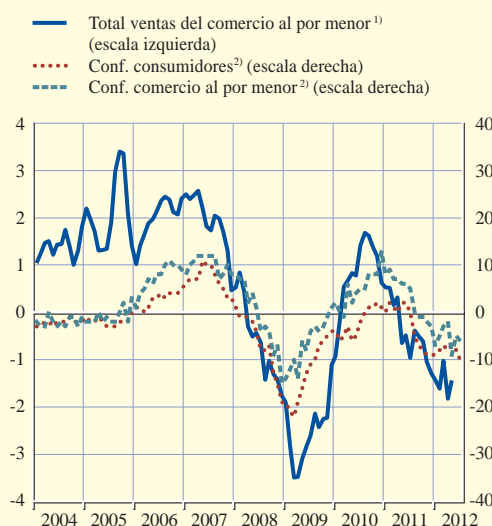
La formación bruta de capital fijo se redujo un 1,4%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2012, tras un retroceso del 0,6% en el trimestre precedente. En cuanto al detalle de la inversión en el primer trimestre, la inversión en construcción registró un descenso del 1,1%, en términos intertrimestrales, mientras que la construcción, excluida la construcción, se contrajo un 1,6%.

De cara al futuro, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) experimentó un avance del 0,9% en mayo, tras una caída del 3% en abril. No obstante, el nivel medio de la producción de bienes de equipo en estos dos meses se situó un 1,4% por debajo del nivel del primer trimestre, en comparación con la tasa intertrimestral del -0,1% que se registró en el cuarto trimestre de 2011. Los resultados de las encuestas de opinión relativas a la industria, excluida la construcción, tanto del PMI como de la Comisión Europea, sugieren, en general, un deterioro de la actividad inversora en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el trimestre anterior. En julio se observó un deterioro adicional de los resultados de la encuesta industrial en comparación con el segundo trimestre. Al mismo tiempo, las encuestas de opinión de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva se redujo considerablemente en el período de tres meses hasta julio de 2012, descendiendo aún más hasta un nivel inferior al de su media de largo plazo.

Es probable también que la inversión en construcción se haya contraído en el segundo trimestre. El crecimiento de esta variable en la zona del euro fue prácticamente nulo en mayo en comparación con abril, tras haber experimentado un descenso intermensual ese mes. En los dos primeros meses del segundo trimestre, la producción de la construcción de la zona del euro se mantuvo básicamente sin cambios en relación con el primer trimestre, en el que disminuyó un 4,4%. Aún no se observan señales de recuperación, dado que las restricciones de financiación y los ajustes en curso en los mercados de la vivienda en varios países de la zona continúan afectando a la inversión en construcción. Las encuestas de opinión confirman la valoración de que este tipo de inversión sigue retrocediendo. Por ejemplo, el indicador de confianza de la construcción disponible hasta julio de 2012 publicado por la Comisión Europea se mantiene en niveles inferiores a su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción en la zona del euro permaneció en un nivel muy por debajo de 50, lo que apunta a que la evolución continuará siendo negativa en el segundo trimestre de 2012.

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

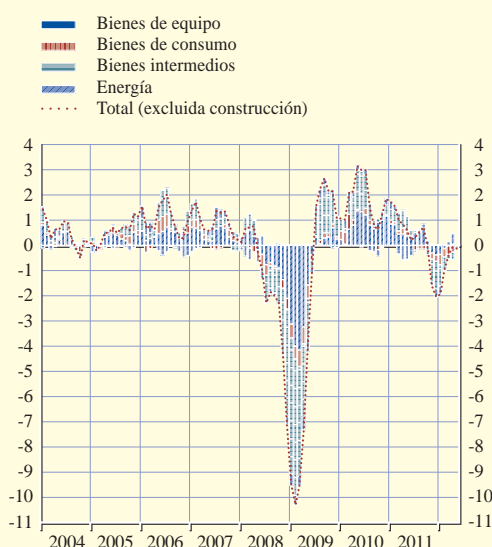
Los flujos comerciales de la zona del euro se estabilizaron en el primer trimestre de 2012, tras la contracción observada en el último trimestre de 2011. Las exportaciones aumentaron un 1%, en términos intertrimestrales, mientras que la tasa de variación de las importaciones se desaceleró hasta el 0,2%. No obstante, la información que se ha publicado desde entonces sugiere que tanto las importaciones como las exportaciones de nuevo perdieron impulso en el segundo trimestre. Los flujos comerciales que se registraron en abril y en mayo se situaron, en promedio, muy por debajo de los niveles del primer trimestre. En el actual contexto de incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación mundial, los datos procedentes de las encuestas de opinión relativas a las exportaciones de la zona del euro también se deterioraron. En julio, el PMI de nuevos pedidos exteriores disminuyó marginalmente hasta 44,8, bastante por debajo del umbral teórico de expansión de 50. De cara al futuro se espera que, durante el segundo semestre de 2012, el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona del euro repunte nuevamente, en un entorno de fortalecimiento gradual, aunque moderado, de la actividad económica mundial. Las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante débiles, en consonancia, en términos generales, con las perspectivas de actividad económica para la zona del euro.

4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se contrajo un 0,1%, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2012. El crecimiento de la actividad en la industria (excluida la construcción) y en los servicios fue nulo, mientras que el valor añadido de la construcción se redujo un 0,9%.

Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

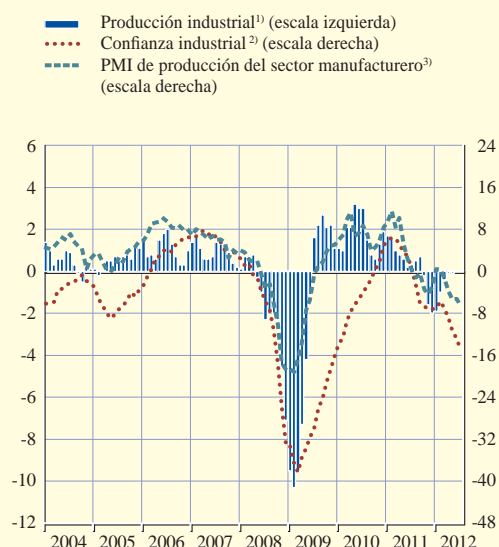
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

3) Índice de directores de compras (PMI); desviaciones con respecto al valor 50.

Por lo que respecta a la evolución en el segundo trimestre de 2012, el crecimiento de la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un aumento del 0,6% en mayo, tras el descenso del mes anterior. En abril y mayo la producción se situó, en promedio, un 0,6% por debajo del nivel registrado en el primer trimestre, lo que supone un deterioro con respecto a dicho trimestre, cuando la producción se contrajo un 0,4%, en tasa intertrimestral. Los datos más puntuales de las encuestas de opinión confirman un panorama de continua debilidad, ya que señalan que en el segundo trimestre se produjo un empeoramiento con respecto al primero. Por ejemplo, el índice PMI de producción de las manufacturas pasó de un umbral teórico de expansión de 50 en el primer trimestre a alrededor de 45 en el segundo, y volvió a deteriorarse ligeramente en julio. Al mismo tiempo, los indicadores de opinión de la Comisión Europea apuntan a crecientes restricciones a la producción en los tres meses hasta julio de 2012. El deterioro observado en estas restricciones fue consecuencia de un empeoramiento de las condiciones de demanda. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios también se deterioró en el segundo trimestre de 2012, pero aumentó levemente en julio. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en línea con la evolución del PMI. La mayor parte de la evidencia procedente de las encuestas relativa a la zona del euro indica un nuevo deterioro en julio.

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen debilitándose a un ritmo constante. El empleo se redujo de nuevo en el primer trimestre de 2012, mientras que la tasa de desempleo continúa creciendo. Los indicadores de opinión anticipan que la evolución continuará siendo negativa en el futuro próximo.

El empleo experimentó una reducción del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, tras registrar el mismo descenso tanto en el tercero como en el cuarto trimestre de 2011 (véase cuadro 7).

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

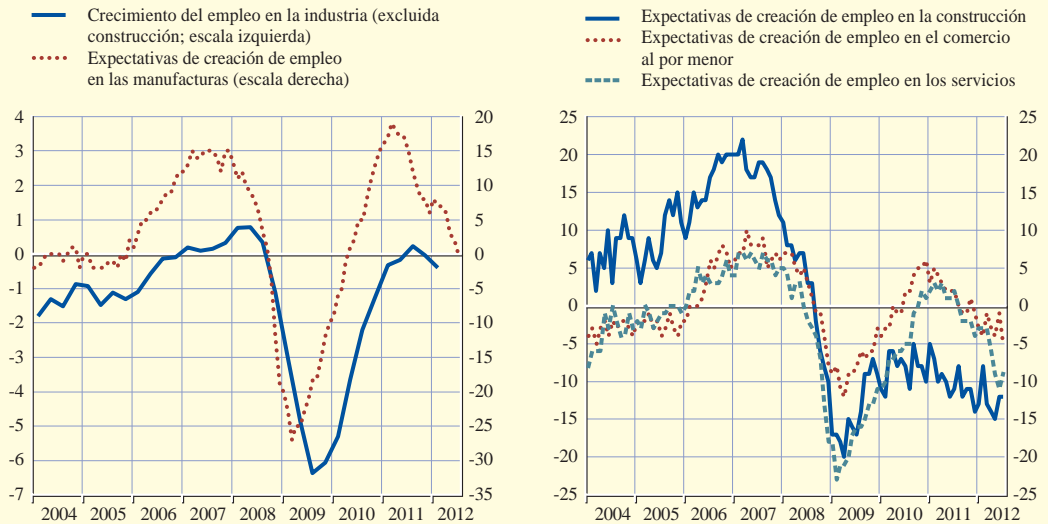
	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I	2010	2011	2011 III	2011 IV	2012 I
Total de la economía	-0,6	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,2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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

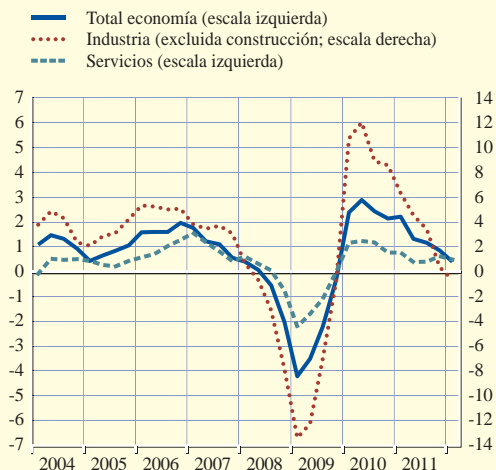


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.
Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

A nivel sectorial, y en términos intertrimestrales, las cifras más recientes muestran que el empleo en la construcción se redujo con fuerza, mientras que las caídas registradas en la industria (excluida la construcción) y los servicios fueron menos pronunciadas. Al mismo tiempo, las horas trabajadas en el conjunto de la economía aumentaron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, recuperándose ligeramente con respecto a la caída del 0,5 % del trimestre anterior.

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

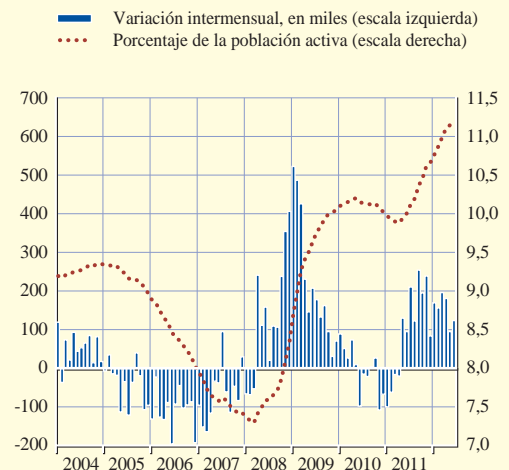
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada siguió retrocediendo, hasta el 0,4 % en el primer trimestre de 2012, frente al 0,9 % del trimestre precedente (véase gráfico 32). Durante el mismo período, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada también se redujo ligeramente, pasando del 0,8 % al 0,7 %. Por lo que se refiere al segundo trimestre de 2012, la evolución más reciente del índice PMI de productividad, que abarca los sectores manufacturero y de servicios, señala nuevas reducciones de la tasa de variación de la productividad por persona ocupada.

La tasa de desempleo continúa aumentando, y en junio se situó en el 11,2 % (véase gráfico 33), lo que constituye un incremento de 1,2 puntos porcentuales en comparación con la cifra de hace un año. El incremento de la tasa de paro ha sido especialmente importante entre los trabajadores más jóvenes (véase el gráfico D del recuadro 5, que describe los procesos de ajuste en los cuatro países de la zona del euro acogidos actualmente a un programa de asistencia financiera y en Chipre). Los indicadores de opinión apuntan a nuevas pérdidas de empleo, a un ritmo acelerado, tanto en la industria como en los servicios, a principios del tercer trimestre de 2012 (véase gráfico 31). Además, la tasa de paro esperada para 2012 y 2013 se ha revisado al alza en la última encuesta a expertos en previsión económica (EPE) (véase el recuadro 4 de la sección 3).

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los indicadores económicos apuntan a una débil actividad económica en el segundo trimestre de 2012 y a comienzos del tercer trimestre, en un entorno de elevada incertidumbre. Más allá del corto plazo se espera que la economía de la zona del euro se recupere solo de manera muy gradual, al verse frenada la dinámica de crecimiento por distintos factores. En concreto, se prevé que las tensiones existentes en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y su impacto en las condiciones de financiación, el proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero, así como el elevado desempleo, afecten al dinamismo subyacente del crecimiento, que también se ha visto lastrado por la desaceleración global en curso.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja y están relacionados, en particular, con las tensiones observadas en varios mercados financieros de la zona del euro y con su posible contagio a la economía real de la zona. Los riesgos a la baja guardan también relación con la posibilidad de que, en el medio plazo, se produzcan subidas de los precios de la energía.

Recuadro 5

PROCESOS DE AJUSTE EN LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN EN IRLANDA, GRECIA, ESPAÑA, CHIPRE Y PORTUGAL

En este recuadro se describe la evolución de los cuatro países de la zona del euro que actualmente están acogidos a programas de asistencia financiera («países acogidos a un programa»)¹ y de Chipre². En todos estos países que sufren desequilibrios macroeconómicos significativos se han iniciado

1 Mientras que Irlanda, Grecia y Portugal están acogidos a programas conjuntos de asistencia financiera de la UE y el FMI, el programa para España, aprobado el 20 de julio de 2012, se limita únicamente a la asistencia financiera de la UE y está dirigido específicamente a la recapitalización de instituciones financieras. Sin embargo, los avances observados en los compromisos adquiridos en el marco del procedimiento de déficit excesivo y en las reformas estructurales, con vistas a corregir los desequilibrios macroeconómicos, se revisarán periódicamente en paralelo a la condicionalidad impuesta al sector financiero. En el caso de España, el FMI solo proporciona asistencia técnica.

2 El 27 de junio de 2012, las autoridades chipriotas solicitaron asistencia financiera de la UE y del FMI.

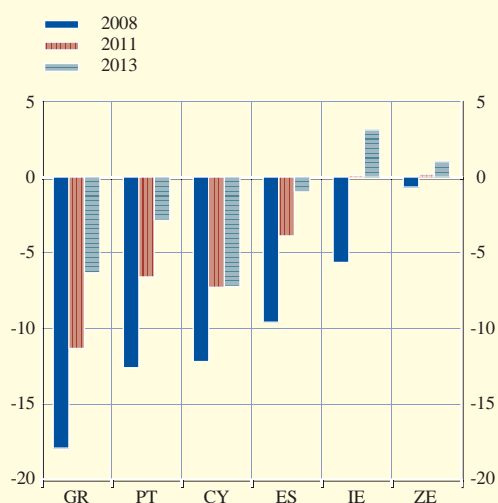
procesos de ajuste y, más recientemente, se han adoptado medidas correctoras aceleradas. Sin embargo, aunque se han realizado ciertos progresos —y para 2013 se espera un ajuste adicional— aún es necesario desplegar considerables esfuerzos para aumentar la competitividad, reducir el desempleo y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Avances recientes en el ajuste de los desequilibrios

Por lo que se refiere al sector exterior, las posiciones de la balanza por cuenta corriente de los cinco países han mejorado recientemente con respecto a los niveles observados en 2008, habiendo alcanzado ya Irlanda el equilibrio en su cuenta corriente en 2010 (véase gráfico A). En todos los países, esta mejora ha sido resultado, principalmente, de la evolución de la balanza comercial durante el período 2010-2011, lo que también se reflejó en las sustanciales contribuciones positivas de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real. En la mayoría de los casos, las importantes contribuciones positivas de la demanda exterior neta fueron resultado de la combinación de un avance relativamente significativo de las exportaciones (especialmente en España y Portugal) y de un crecimiento muy débil o negativo de las importaciones (sobre todo en Grecia y Chipre). Las previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea pronostican una mejora continua de las posiciones de la balanza por cuenta corriente de todos los países acogidos a un programa; en el caso de Chipre, la Comisión Europea espera solo una reducción muy limitada de esta balanza para 2013, dado que se augura que, en particular, el crecimiento de las exportaciones siga siendo muy débil. Dejando a un lado las perspectivas relativas al comercio, la evolución de la balanza por cuenta corriente en algunos de los países también ha estado determinada, en gran medida, por las importaciones relacionadas con la energía y

Gráfico A Posiciones de la balanza por cuenta corriente (cuentas nacionales)

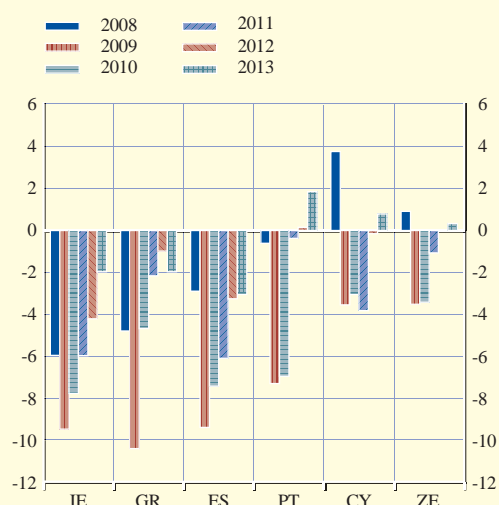
(en porcentaje del PIB)



Fuente: Previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.
Nota: Los países se han agrupado en orden ascendente para 2008.

Gráfico B Saldo primario de las Administraciones Públicas

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: Los niveles del saldo primario de Irlanda para el período 2009-2011 se han ajustado de los importantes efectos extraordinarios causados por el apoyo en forma de capital al sector bancario. Los datos del gráfico aún incluyen un importante efecto extraordinario en Portugal en 2011. Los países se han agrupado en orden ascendente para 2008, dejando la zona del euro en el extremo.

por los pagos netos por intereses, que han contribuido, por ejemplo, al elevado déficit por cuenta corriente que se espera que persista en Grecia en 2013. En general, a pesar de las mejoras esperadas, aún se prevé que el déficit por cuenta corriente en 2013 se mantenga por encima del nivel deseable, especialmente en Grecia, pero también en Chipre y en Portugal.

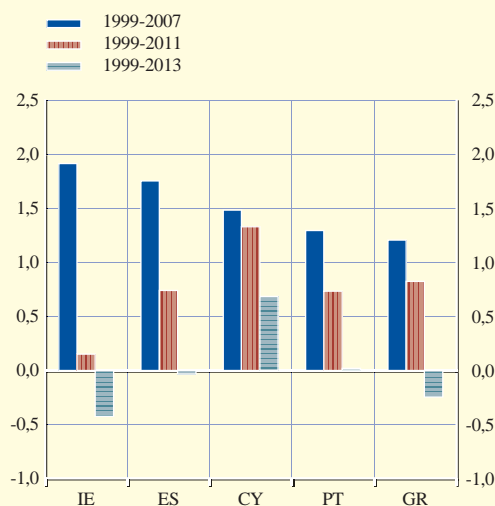
En cuanto al ámbito fiscal, Irlanda, Grecia y Portugal han realizado considerables esfuerzos de consolidación desde que se acogieron al programa de asistencia financiera, lo que se ha traducido en mejoras significativas del saldo primario de las Administraciones Públicas (véase gráfico B), fundamentalmente como consecuencia de la amplia gama de reformas fiscales y estructurales que se han puesto en marcha como parte de los programas. Según las previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea, esta mejora continuará en 2013. Portugal es el único país de los que está recibiendo ayuda financiera en el que se espera que se registre un superávit primario. Del mismo modo, en España, el ajuste fiscal va por buen camino y el saldo primario está mejorando, aunque en 2010 y 2011 la reducción del déficit fue menor de lo esperado. En general, todavía se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de todos los países acogidos a un programa aumente en 2013.

Recuperación de la competitividad

El avance del crecimiento de las exportaciones y la reducción de los déficits por cuenta corriente reflejan, en cierto modo, las mejoras de competitividad asociadas a una disminución de los costes laborales unitarios (véase gráfico C). Al comparar la evolución registrada hasta 2007 con la observada hasta 2011 se advierte que los diferenciales del crecimiento medio anual de los costes laborales unitarios con respecto al correspondiente a la zona del euro ya han disminuido ligeramente, y los cinco países han recuperado una fracción de las pérdidas de competitividad registradas anteriormente. Parte del ajuste observado hasta ahora refleja las medidas estructurales adoptadas en estos países para corregir la evolución de los costes y precios relativos de forma más duradera. Sin embargo, otra parte es asimismo resultado de la destrucción de empleo, por ejemplo en sectores de baja productividad, lo que ha aumentado la productividad agregada, particularmente en Irlanda y España, pero también, aunque en menor grado, en Grecia y Portugal. La otra cara de la moneda ha sido el incremento de las tasas de paro, que ha sido especialmente pronunciado entre los trabajadores más jóvenes (véase gráfico D). Como sugiere el gráfico E, este incremento también puede haberse debido, en cierta medida, a la actuación tardía de los agentes sociales que participan en las negociaciones salariales, tanto en el sector privado como en el público. En concreto, en el caso de España, las autoridades finalmente aprobaron, en febrero de 2012, una reforma del mercado de trabajo de gran trascendencia y envergadura que podría haber sido muy útil para evitar la destrucción de empleo si se hubiese aprobado hace unos años. Tras el inicio de la crisis financiera mundial en 2008, y salvo en Irlanda, la

Gráfico C Incremento medio anual de los costes laborales unitarios en comparación con la zona del euro

(puntos porcentuales)

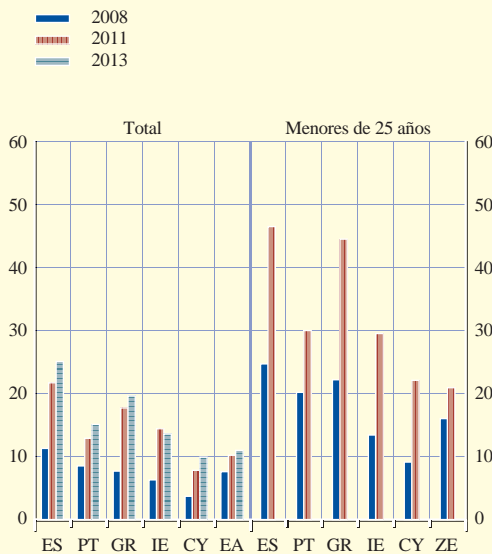


Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.

Notas: Los países se han agrupado en orden descendente para el período 1999-2007. Solo se dispone de datos de Grecia y España a partir de 2001.

Gráfico D Desempleo total y juvenil

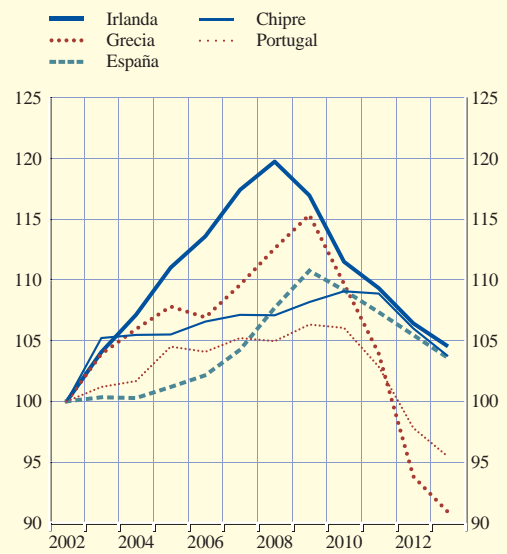
(en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.
Nota: Los países se han agrupado en orden descendente según la tasa total de desempleo en 2008, dejando la zona del euro en el extremo.

Gráfico E Remuneración por asalariado en comparación con la zona del euro

(índices: 2002 = 100, zona del euro = 100)



Fuentes: Eurostat y previsiones económicas de primavera de 2012 de la Comisión Europea.

moderación salarial se ha producido con un retraso considerable (en Portugal en 2010) o ha seguido siendo muy limitada (en España y Chipre, al final de 2011). De cara al futuro se espera una acusada caída de la remuneración por asalariado en los siguientes países: i) en Portugal, como consecuencia de recortes de los salarios del sector público y del impacto de la reforma laboral en la moderación de las reivindicaciones salariales del sector privado, y ii) en Grecia, como resultado de las recientes reformas del proceso de determinación de salarios en el sector privado.

Necesidad de reformas estructurales y fiscales adicionales

Dado que la necesidad de reequilibrio todavía es considerable, todos los países tendrán que emprender reformas adicionales de gran calado e introducir medidas adecuadas para aumentar la competitividad vía precios y la competitividad no precio, reducir el desempleo y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas.

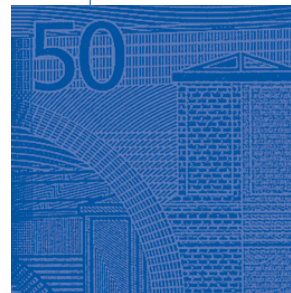
En cuanto a la competitividad, habida cuenta de su bajo nivel, es especialmente urgente aplicar sustanciales recortes adicionales de los costes laborales unitarios y de los márgenes de beneficio excesivos, sobre todo en países con niveles de desempleo muy elevados. Para conseguir esto, en primer lugar se ha de aumentar la flexibilidad del proceso de determinación de salarios, cuando sea necesario, por ejemplo, mediante la relajación de la legislación de protección del empleo, la supresión de los mecanismos de indiciación salarial, la reducción de los salarios mínimos, y permitiendo la negociación salarial a nivel de empresas. En segundo lugar, el ajuste de la competitividad debe reforzarse a través de incrementos permanentes de la productividad del trabajo, por ejemplo, mediante la privatización, la innovación de los procesos y el desarrollo de nuevos productos, la aplicación de medidas

para mejorar la cualificación de la población activa y la puesta en marcha de iniciativas para crear un entorno empresarial más favorable. Todo ello exige la adopción de políticas audaces en relación con las reformas estructurales (por ejemplo, la liberalización de profesiones cerradas y de la inmigración, una reorientación del gasto hacia la educación y la investigación y el desarrollo, y reformas en áreas clave, como la modificación de los marcos judiciales y regulatorios para impulsar un entorno de negocios más favorable) y valentía ante las presiones de grupos privilegiados y de intereses creados. Los márgenes de beneficio excesivos son especialmente predominantes en sectores orientados al mercado interno (fundamentalmente, los servicios). Las reformas estructurales pueden hacer frente al problema de las rentas excesivas eliminando los obstáculos a la competencia (internacional), en particular en las profesiones protegidas, por ejemplo mediante la reducción de las barreras de entrada para nuevas empresas y, más en general, de los trámites administrativos.

En el ámbito fiscal, sigue siendo esencial velar por la estricta observancia de los procesos de consolidación fiscal acordados, con el fin de poder aprovechar los beneficios de los esfuerzos de saneamiento realizados hasta ahora y anclar de manera creíble las expectativas de los mercados financieros.

ARTÍCULOS

HETEROGENEIDAD EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO Y SUS IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA



La crisis actual se ha asociado a la existencia de una heterogeneidad considerable en las condiciones financieras, tras un período de costes de financiación reducidos y más homogéneos. Los mercados monetarios se han deteriorado, especialmente a escala transfronteriza, y los rendimientos de la deuda soberana han registrado divergencias significativas. En general, cada vez es más evidente que los factores nacionales han adquirido mayor importancia a la hora de determinar las condiciones financieras.

El sistema financiero es el principal canal a través del cual la política monetaria influye en la economía y, en última instancia, en los precios. Unos mercados financieros estables, eficientes e integrados constituyen la base para una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países. Por lo tanto, el grado de heterogeneidad que se observa actualmente en las condiciones financieras plantea un reto importante para la política monetaria única.

Las causas subyacentes de la mayor heterogeneidad radican en la acumulación de desequilibrios presupuestarios, macroeconómicos y financieros en varios países de la zona del euro antes de la crisis, impulsados, en particular, por la reducción de los tipos de interés en el período en torno al inicio de la UEM y por unas respuestas políticas inadecuadas tanto a escala nacional como europea. Cuando estalló la crisis se hizo evidente que estos desequilibrios eran insostenibles. La reevaluación de los riesgos hizo que los desequilibrios reales se trasladaran al ámbito financiero. La integración financiera se interrumpió cuando se produjo una reversión de los flujos financieros en los distintos países de la zona del euro. La existencia de vínculos desestabilizadores y que se retroalimentaban entre el deterioro de las finanzas públicas, la grave recesión económica y la fragilidad de los balances de las entidades de crédito provocaron una espiral de reacciones adversas entre la evolución fiscal, real y financiera en algunos países. La falta de un mecanismo de respaldo creíble dificultó la ruptura de esta espiral negativa en una unión monetaria caracterizada por unas políticas económicas descentralizadas.

Para preservar la estabilidad de precios en la zona del euro, el BCE ha introducido diversas medidas destinadas a asegurar una transmisión más homogénea de sus decisiones sobre los tipos de interés oficiales a la economía. Sin embargo, estas medidas no pueden dar una solución estructural a las causas subyacentes de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras, sino que, más bien, exigen que los Gobiernos actúen a escala nacional y de la zona del euro y europea en las áreas en las que es preciso adoptar las políticas y los mecanismos adecuados. Estas actuaciones son imprescindibles, en particular en lo que respecta a las finanzas públicas, las reformas económicas estructurales y la estabilidad financiera, e incluyen la necesidad de avanzar hacia una «unión financiera», con transferencia de más competencias a las instituciones europeas en relación con la gestión y resolución de crisis del sector financiero de la zona. Estas políticas crearían también mejores condiciones para favorecer una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países.

I INTRODUCCIÓN

La crisis actual se ha asociado a la existencia de una heterogeneidad considerable en las condiciones financieras. Esto plantea un reto especial para la ejecución y la transmisión de la política monetaria en una unión como la UEM y, en términos más generales, suscita dudas acerca de la idoneidad de la arquitectura fiscal, estructural y financiera de la zona del euro.

El sistema financiero es el principal canal a través del cual la política monetaria influye en la economía y, en última instancia, en los precios. Unos mercados financieros estables, eficientes e integrados constituyen la base para una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países. Por tanto, el grado de heterogeneidad que se observa actualmente en las condiciones financieras plantea un importante reto para la política monetaria única.

Aunque cierto grado de diferenciación nacional en la evolución financiera es un rasgo normal de una unión monetaria, la heterogeneidad observada en las condiciones financieras de la zona del euro ha aumentado sustancialmente a medida que algunos países se han visto considerablemente más afectados por la crisis financiera que otros. Los mercados monetarios se han deteriorado, especialmente a escala transfronteriza, y los rendimientos de la deuda soberana han registrado divergencias significativas.

El BCE ha introducido una serie de medidas destinadas a asegurar una transmisión más homogénea de las decisiones sobre los tipos de interés oficiales a la economía. Sin embargo, no puede proporcionar una solución estructural a las causas subyacentes de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras. Para ello, los Gobiernos nacionales deben adoptar las políticas y los mecanismos adecuados a escala nacional y de la zona del euro y europea. Estas políticas también crearían mejores condiciones para respaldar una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países.

En este contexto, en este artículo se consideran las causas de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras en los últimos años y se analiza su relación con los desequilibrios macroeconómicos y los errores políticos anteriores a la crisis. Se explica la respuesta de política monetaria del BCE y se examina el papel desempeñado por otras políticas, principalmente las políticas fiscales, estructurales y prudenciales, en la superación de los desequilibrios y las divergencias estructurales. En la sección 2 se describe la evolución en el tiempo de las condiciones financieras y se relaciona la reaparición de unas condiciones financieras heterogéneas con la repentina reevaluación de los riesgos después de años de acumulación de desequilibrios en las finanzas públicas, en la macroeconomía y en la banca. En la sección 3 se analiza el impacto de esta renovada heterogeneidad, así como las principales medidas adoptadas por el BCE para promover una transmisión más homogénea de la política monetaria en la zona del euro. La sección 4 se centra en la necesidad de abordar las deficiencias institucionales de la UEM que contribuyeron a la aparición de la citada heterogeneidad

para atajar la crisis, y en la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

2 HETEROGENEIDAD EN LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO EN EL TIEMPO

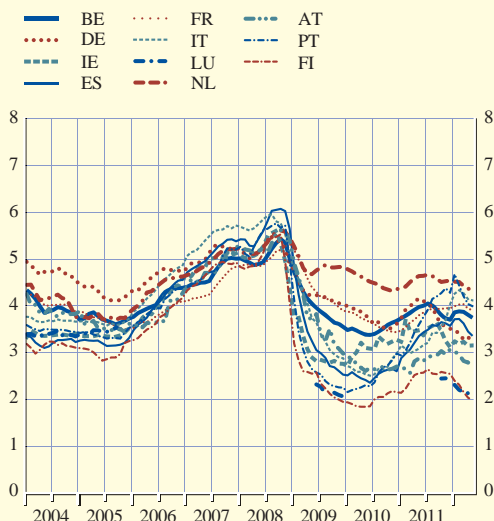
En las dos décadas anteriores a la crisis, los tipos de interés nominales y los costes de financiación se redujeron sustancialmente en todos los países de la zona del euro. La culminación del mercado único de servicios financieros y la mayor integración financiera estuvieron asociadas a una notable convergencia de las condiciones financieras en los países de la zona. Además de las iniciativas políticas adoptadas para impulsar la integración financiera, como el Plan de acción para los servicios financieros (FSAP, en sus siglas en inglés), otros factores contribuyeron a la disminución de los tipos de interés nominales: en particular, un entorno económico y financiero más estable y favorable, y una política monetaria orientada a la estabilidad crearon las condiciones para que los tipos de interés descendieran.

El segmento de los mercados financieros más próximo a la política monetaria única, el mercado monetario de la zona del euro, estaba muy integrado desde el inicio de la UEM. La desviación típica entre países de la zona del euro de los tipos de interés de los préstamos interbancarios a un día sin garantías disminuyó hasta situarse próxima a cero tras la introducción del euro. También se observó un grado considerable de convergencia en los mercados de deuda pública y de renta fija privada. En los gráficos 1 a 3 se aprecia el bajo nivel de dispersión de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las hipotecas residenciales de los hogares y a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras, así como de los rendimientos de la deuda soberana. El resultado general fue una heterogeneidad limitada en las condiciones financieras de los países de la zona.

La crisis financiera que estalló en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, tras un período de turbulencias financieras que empezó

Gráfico 1 Tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentaje)

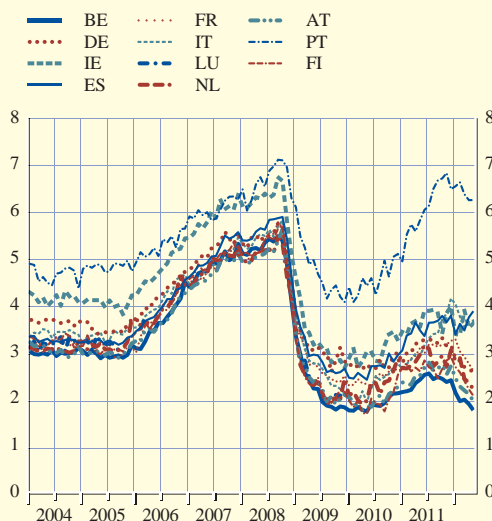


Fuente: BCE.

Nota: No se dispone de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

Gráfico 2 Tipos de interés de los nuevos préstamos a sociedades no financieras

(porcentaje)



Fuente: BCE.

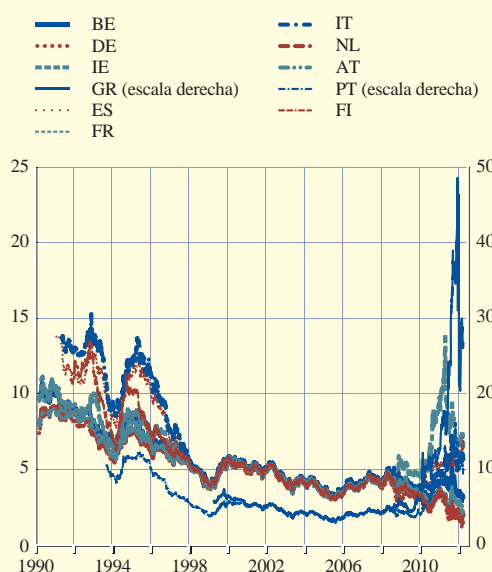
Nota: No se dispone de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

en agosto de 2007, supuso una interrupción en la tendencia hacia unas condiciones financieras más homogéneas. Los mercados monetarios con garantías y sin garantías experimentaron crecientes dificultades, especialmente a escala transfronteriza. Los rendimientos de la deuda soberana también empezaron a divergir en ese período, y estas diferencias se hicieron más pronunciadas a raíz de la crisis de la deuda soberana que comenzó en mayo de 2010. Estas divergencias se propagaron a los mercados de renta fija privada, y los efectos a nivel de países pasaron a ser el principal factor determinante de la evolución de los rendimientos. El retorno a unas condiciones financieras diferenciadas también se ilustra en los gráficos 1 a 3.

El retorno a unas condiciones financieras heterogéneas refleja fundamentalmente diferencias en la manera en que los países de la zona del euro se han visto afectados por la crisis. Antes de la crisis, la convergencia de las condiciones financieras ocultó divergencias en las políticas nacionales y la acumulación de desequilibrios presupuestarios, macroeconómicos y financieros en varios países de la zona. Estos desequilibrios no se abordaron adecuadamente

Gráfico 3 Rendimientos de la deuda soberana

(porcentaje)



Fuente: Datastream.

Nota: Los datos reflejan el rendimiento de la deuda pública a diez años, no disponiéndose de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

en el ámbito nacional ni en el europeo, creando factores de vulnerabilidad en estos países y allanando el camino para una vuelta repentina a unas condiciones financieras diferenciadas cuando se reevaluaron los riesgos.

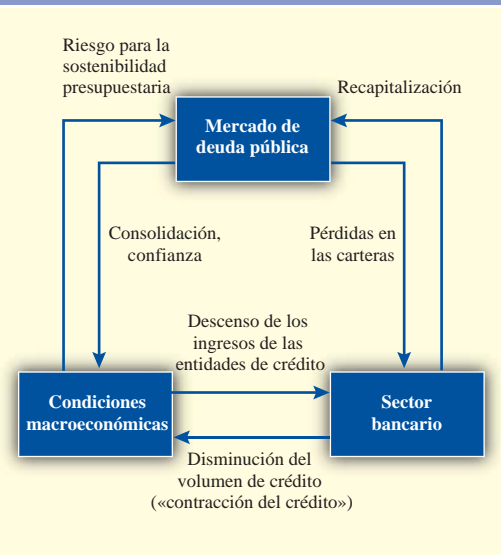
Estos desequilibrios estaban relacionados, por ejemplo, con la situación de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro. Tras el inicio de la UEM, las finanzas públicas se beneficiaron de las mayores facilidades de acceso a la financiación resultantes de la eliminación del riesgo de tipo de cambio, y de una infravaloración del riesgo por parte de los participantes en los mercados financieros. No obstante, los avances hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles fueron limitados, debido, en parte, a una interpretación flexible y, con el tiempo, más laxa de las reglas presupuestarias europeas. La disciplina de mercado también era débil, como se reflejó en el grado muy limitado de dispersión de los tipos de interés de la deuda pública. En consecuencia, los países que antes de incorporarse a la UEM habían registrado tipos de interés elevados, en particular, experimentaron una relajación sustancial de sus condiciones financieras. Las posiciones presupuestarias estructurales siguieron siendo precarias y vulnerables a cambios en las condiciones económicas y financieras.

Los desequilibrios también estaban relacionados con la evolución del sector privado. Al igual que los Gobiernos, los hogares y las sociedades no financieras se beneficiaron de los menores costes de financiación tras el establecimiento de la UEM. Esto se tradujo en un aumento del gasto en algunos países que anteriormente habían registrado tipos de interés elevados, también en el sector inmobiliario. Como resultado de la fuerte demanda interna, las tasas de inflación de estos países se situaron en niveles superiores a la media. Los costes laborales unitarios se incrementaron, lo que provocó pérdidas de competitividad, aunque las rigideces existentes en los mecanismos de formación de precios y salarios también influyeron. Además, como consecuencia de unos resultados económicos aparentemente buenos, hubo menos incentivos para acometer reformas estructurales (que conllevarían un coste político) en los mercados de productos y de trabajo. Esto dio lugar

a un deterioro de las balanzas por cuenta corriente y a un auge de los mercados de la vivienda. La creciente integración financiera de la zona del euro, junto con la abundancia de liquidez a escala mundial, así como el hecho de que los inversores y los supervisores nacionales no tomaran debidamente en consideración el aumento de los riesgos, facilitaron la financiación necesaria a estos países; los déficits se financiaron en parte con los superávits registrados en otros países de la zona. Las entidades de crédito también acumularon desequilibrios, ya que expandieron sustancialmente sus balances cuando las condiciones financieras mejoraron y la demanda de crédito de hogares y empresas aumentó. Las políticas crediticias de las entidades y la supervisión bancaria no fueron suficientemente prudentes para mitigar la intensificación de los riesgos.

Estos desequilibrios crearon las condiciones para que la heterogeneidad financiera aumentara durante la crisis. En el sector privado, el carácter insostenible del rápido incremento de los costes laborales, de los precios de la vivienda y de los déficits por cuenta corriente de los países con tensiones financieras (Irlanda, Grecia, Portugal y, posteriormente, España e Italia) se hizo evidente cuando las condiciones económicas y financieras experimentaron un acusado deterioro y la confianza cayó con la quiebra de Lehman Brothers. Estos países se vieron afectados por una severa recesión que agravó los problemas en las finanzas públicas e influyó negativamente en los balances de las entidades de crédito. Se produjo una reevaluación de los riesgos a escala mundial, lo que hizo que los desequilibrios económicos se propagaran al ámbito financiero (en el gráfico 4 se muestran los principales vínculos entre la economía, el sector bancario y los mercados de deuda pública). En cierta medida, el proceso de integración financiera se interrumpió y revirtió, especialmente cuando la confianza en algunos sistemas bancarios nacionales cayó con la crisis de la deuda soberana.

Las entidades de crédito de los países afectados experimentaron una reducción de la demanda de crédito y registraron pérdidas en los préstamos morosos. Los problemas financieros se acentuaron a raíz de la crisis de la deuda soberana que comenzó en mayo

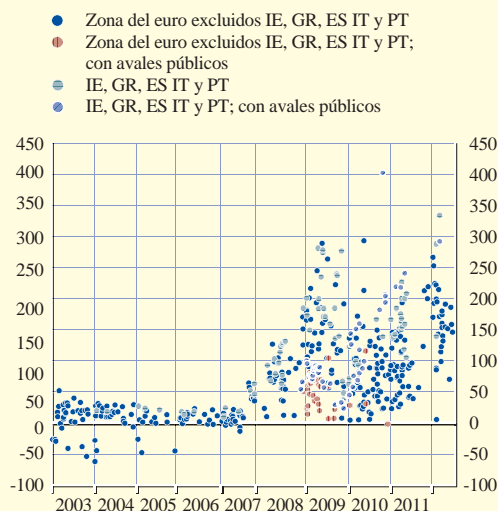
Gráfico 4 Principales vínculos entre la economía, el sector bancario y los mercados de deuda pública

Fuente: BCE.

Nota: Las flechas indican el canal a través del que un deterioro de las condiciones en un área afecta a las otras dos áreas. A modo de ejemplo, el deterioro de las condiciones macroeconómicas reduce los ingresos de las entidades de crédito, debido, por ejemplo, a la disminución de la actividad crediticia, y aumenta los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria, ya que los déficits se incrementan de manera automática, lo que probablemente quede reflejado en un aumento del rendimiento de la deuda pública.

Gráfico 5 Diferenciales de los bonos bancarios a la emisión por grupos de países, con y sin avales públicos

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE. Notas: Los diferenciales se calculan con respecto a los *swaps*. Los datos están relacionados con el país en el que opera el emisor y se presentan en base no consolidada. El gráfico incluye los bonos senior no garantizados con amortización única al vencimiento a tipo de interés fijo con calificación de grado de inversión y las obligaciones a medio plazo con vencimiento de uno a diez años. Solo se incluyen las emisiones denominadas en euros con un valor nominal de al menos 100 millones de euros.

de 2010, y los amplios diferenciales de deuda pública generaron pérdidas en las tenencias de deuda pública nacional. La disminución de la confianza en la solvencia de las entidades y en la capacidad financiera de los Gobiernos nacionales en cuestión para realizar recapitalizaciones bancarias en caso necesario limitó el acceso de las entidades a los mercados monetarios y de renta fija. En consecuencia, los diferenciales de los bonos bancarios se incrementaron sustancialmente en los países más afectados por la crisis, pese a los avales públicos (véase gráfico 5). Esto repercutió negativamente en la concesión de crédito bancario a la economía real, y los efectos se vieron acentuados por las presiones de desapalancamiento derivadas de las exigencias regulatorias, entre las que se incluían mayores requerimientos de capital¹.

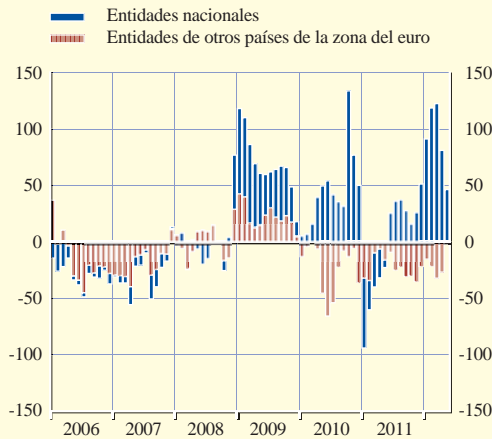
Las finanzas públicas experimentaron un acusado deterioro como consecuencia de la crisis, en un contexto de persistencia de unas ratios de deuda elevadas y de apoyo considerable al sector bancario, es-

pecialmente en los países en los que el tamaño de este sector en relación con el PIB es muy grande. El rápido incremento de los déficits públicos, de la deuda y de los pasivos contingentes suscitaron dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, lo que quedó reflejado en un aumento de los rendimientos de la deuda soberana (véase gráfico 3) y en la desaparición de la liquidez en determinados mercados. Inicialmente, la crisis de la deuda soberana que estalló en mayo de 2010 estuvo asociada a una evolución adversa de las finanzas públicas en Grecia, pero luego se propagó a Irlanda y a Portugal, y posteriormente España e Italia también se vieron sometidas a un escrutinio más intenso por parte de los mercados. La falta de confianza en la disposición de los Gobiernos a afrontar la crisis, junto con la ausencia de un mecanismo de resolución eficaz,

1 Para más información sobre la evolución del crédito a la economía real, véase el artículo titulado «Evaluación de las condiciones financieras del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana», publicado en este Boletín Mensual.

Gráfico 6 Adquisiciones de deuda pública por parte de las IFM

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra las adquisiciones de deuda pública emitida por un país de la zona del euro efectuadas por IFM de ese país y las adquisiciones de esa deuda por parte de IFM de otros países de la zona.

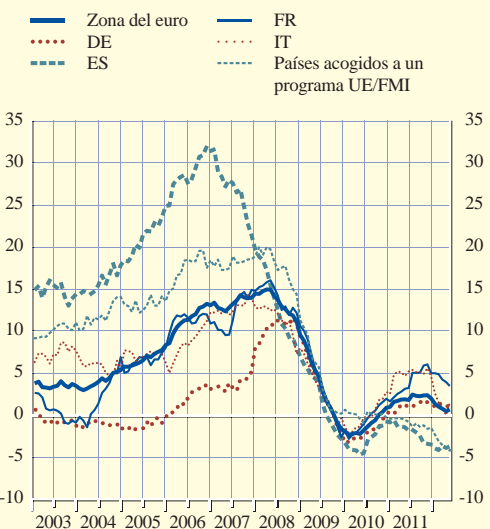
también se extendió a otros Gobiernos. Este fenómeno se denomina «contagio».

El proceso de integración financiera se vio parcialmente interrumpido por la reversión de los flujos financieros a los países en cuestión, como se aprecia en el aumento de las adquisiciones de valores de deuda pública por inversores nacionales, siendo los vendedores de estos valores entidades de la zona del euro no residentes en el país (véase gráfico 6)². La reversión de los flujos de financiación afectó seriamente a la oferta de préstamos al sector privado. Como se aprecia en el gráfico 7, la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, por ejemplo, pasó a ser negativa hacia finales de 2009, sin que posteriormente se recuperara en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI (es decir, Irlanda, Grecia y Portugal) ni en España, aunque sí lo hizo en los demás países de la zona del euro. Aparte de factores de oferta, esto también refleja la atonía de la demanda de las sociedades no financieras resultante de las débiles perspectivas de crecimiento, aunque es posible que algunas de las sociedades no financieras más importantes hayan aumentado su recurso a la financiación en los mercados de renta fija.

Abordar los problemas existentes en las finanzas públicas, en la macroeconomía y en los balances de las entidades es complicado por sus estrechos vínculos. Durante una crisis, estos vínculos pueden ser desestabilizadores y autorreforzarse. Por ejemplo, las abultadas tenencias de deuda pública nacional de las entidades de crédito de los países afectados las hicieron vulnerables a incrementos de los rendimientos de estos instrumentos, mientras que, al mismo tiempo, la debilitada situación financiera de las entidades nacionales hizo que los Gobiernos de esos países tuvieran que proporcionar apoyo financiero adicional al sector bancario. La ruptura de una espiral adversa de este tipo en una unión monetaria que se caracteriza por unas políticas económicas descentralizadas se ve aún más dificultada, debido a la falta de instituciones supranacionales eficaces en el ámbito de las finanzas públicas, las reformas estructurales, la competitividad y la estabilidad financiera.

Gráfico 7 Préstamos a sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones)

(tasa de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: «Países acogidos a un programa UE/FMI» se refiere a Irlanda, Grecia y Portugal.

2 Otra indicación del retroceso de la integración financiera en la zona del euro es el descenso relativo del uso de activos de garantía no nacionales en las operaciones de financiación del Eurosistema. Para más detalles, véase el informe *Financial integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012, p. 68.

3 LA RESPUESTA DEL BCE A LA MAYOR HETEROGENEIDAD FINANCIERA

Un mercado financiero integrado con unas condiciones financieras prácticamente homogéneas constituye la base para una transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. No obstante, las condiciones financieras de los países que la integran nunca han sido idénticas porque sus estructuras financieras son distintas. Esto ha provocado cierta diferenciación en la transmisión de la política monetaria, habida cuenta del carácter predominantemente bancario de la financiación de los hogares y las sociedades no financieras de la zona. Con todo, mientras la heterogeneidad financiera fue limitada, esto no fue motivo de preocupación. Sin embargo, durante las diversas fases de la crisis (es decir, las turbulencias financieras registradas a partir de agosto de 2007, la crisis financiera que comenzó en septiembre de 2008 y la crisis de la deuda soberana que se inició en mayo de 2010), la heterogeneidad ha aumentado de manera significativa, alcanzando niveles no observados hasta ahora desde la creación de la UEM.

En consecuencia, la orientación de la política monetaria del BCE ya no pudo transmitirse a los tipos de interés a corto y a largo plazo, como en el pasado, en un contexto en el que los tipos reflejaban un mayor riesgo de mercado y de liquidez. Como las condiciones financieras de las entidades de crédito también se vieron afectadas, existía el riesgo de que los flujos de crédito a los hogares y a las empresas se paralizaran, mermando la eficacia de la política monetaria y generando riesgos a la baja para la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto.

En respuesta al excepcional grado de heterogeneidad financiera observado, la política monetaria del BCE continuó guiándose por su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. Los tipos de interés oficiales del BCE se redujeron considerablemente, dada la profunda crisis financiera que había generado riesgos a la baja para la estabilidad de precios a medio plazo. Además, se adoptaron medidas no convencionales para respaldar el funcionamiento del mecanismo de transmisión haciendo que la liquidez retornara

a los mercados con un comportamiento disfuncional. Esto se hizo para asegurar que los tipos de interés, situados en niveles muy bajos, se transmitieran a toda la economía de la zona y, en última instancia, a los precios.

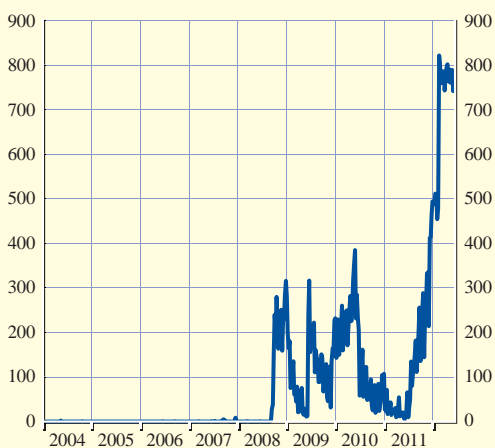
Aunque las medidas no convencionales del BCE han estado a disposición de las entidades de crédito de todos los países de la zona del euro, con el tiempo se han utilizado más intensamente en aquellos con problemas financieros. Las diferencias observadas en los distintos países en cuanto al empleo de estas medidas reflejan, en gran medida, la heterogeneidad de las condiciones financieras en la zona, y han contribuido a la ejecución eficaz de la política monetaria única. Las medidas se centraron en el mercado monetario, en particular, y posteriormente también en el mercado de deuda soberana.

Las condiciones de financiación en los mercados monetarios interbancarios empeoraron en las sucesivas fases de la crisis, como resultado del deterioro de la confianza de las entidades de crédito en sus contrapartes. Para evitar que se produjeran restricciones a la financiación de la economía real que habrían afectado negativamente al crecimiento económico y al empleo, y con ello a la estabilidad de precios, el BCE intensificó gradualmente su función de intermediación entre entidades de crédito³. En consecuencia, el exceso de liquidez en el mercado monetario interbancario —es decir, el volumen de liquidez del banco central por encima de la necesaria para financiar los factores autónomos y las exigencias de reservas— aumentó sustancialmente. La posición agregada suele situarse próxima a cero, y la abundancia de liquidez en una entidad suele canalizarse a otra con un déficit a través del mercado monetario, en vez de realizar depósitos en el Eurosistema. Sin embargo, la menor disposición a prestar

3 Para un análisis de las medidas no convencionales del Eurosistema, véase el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011. Las principales medidas adoptadas posteriormente se describen en los recuadros titulados «Comunicado del presidente del BCE, 7 de agosto de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011, y «Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2011.

Gráfico 8 Recurso a la facilidad de depósito del Eurosistema

(mm de euros)



Fuente: BCE.

fondos a entidades «sospechosas», especialmente a escala transfronteriza, dificultó la distribución de liquidez a las entidades más necesitadas. Las entidades tuvieron que recurrir en mayor medida a la financiación del banco central para asegurarse de que disponían de suficiente liquidez, y el exceso se colocó en la facilidad de depósito. Por consiguiente, el aumento de los depósitos en el Eurosistema es un buen indicador del grado de desintermediación observado en el mercado monetario (véase gráfico 8).

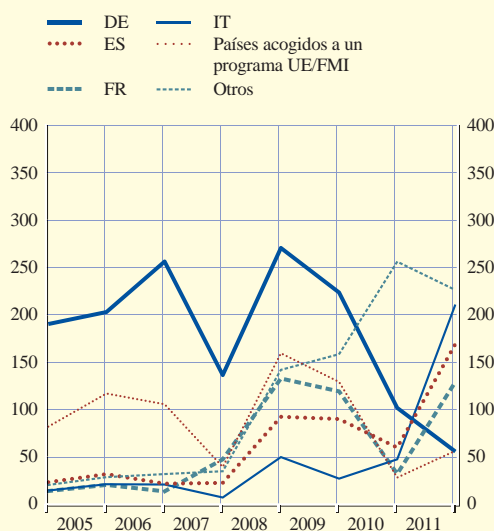
Las restricciones de acceso al mercado monetario afectaron a las entidades de crédito, especialmente en los países en los que las finanzas públicas se habían deteriorado considerablemente, debido a los vínculos existentes entre las entidades y los emisores soberanos. Por ese mismo motivo, otros mercados de financiación de las entidades, como el mercado de bonos bancarios, también se hicieron menos accesibles. Existía asimismo la posibilidad de que estas restricciones de financiación obstaculizaran el crecimiento del crédito a hogares y sociedades no financieras. Esto, junto con las necesidades de desapalancamiento, podría haber dado lugar a que se produjera una contracción del crédito en varias partes de la zona del euro, con efectos adversos sobre la economía y sobre la estabilidad de precios en la zona en su conjunto.

Por consiguiente, el BCE adoptó diversas medidas no convencionales con el fin de potenciar el crecimiento del crédito corrigiendo los efectos negativos que los mercados monetarios estaban causando en los canales de transmisión. Por ejemplo, en octubre de 2008, el BCE decidió aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación. Como consecuencia de las restricciones registradas en los mercados de financiación de las entidades de crédito, los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) también se ampliaron sucesivamente, hasta tres años en el caso de las operaciones realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Además, el ya extenso sistema de activos de garantía se ha ampliado de nuevo, con las correspondientes medidas de control de riesgos para mitigar la exposición al riesgo del Eurosistema. Esta medida ha proporcionado la oportunidad de seguir participando en las operaciones de financiación a las entidades con dificultades para aportar activos de garantía.

Como consecuencia de la mayor función de intermediación del BCE en el mercado monetario, el

Gráfico 9 Participación en las operaciones de financiación

(mm de euros)



Fuente: BCN.

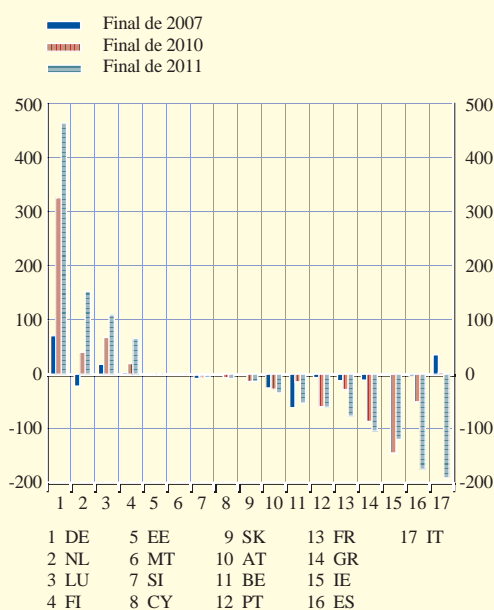
Nota: «Países acogidos a un programa UE/FMI» se refiere a Irlanda, Grecia y Portugal.

uso de las facilidades de financiación aumentó de manera espectacular, con la correspondiente ampliación del balance del Eurosistema. El gráfico 9 muestra que el recurso a las operaciones de financiación por parte de las entidades de crédito de los países más afectados por la crisis fue especialmente intenso. A finales de 2008 y 2009 se situaba en niveles elevados en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI. En 2011 fueron entidades principalmente de Italia, España y Francia las que impulsaron la demanda de financiación del BCE. Los muy altos niveles de participación registrados en 2011 se debieron a la adjudicación de la primera OFPML a tres años. En cambio, el recurso a las operaciones de financiación por parte de las entidades alemanas disminuyó, reflejando entradas de capital.

El grado de heterogeneidad patente en las necesidades de financiación de las entidades de crédito también puede apreciarse en los saldos en TARGET2 (véase gráfico 10)⁴. TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema.

Gráfico 10 Saldos en TARGET2

(mm de euros)



Fuente: BCN.

Los saldos de los BCN reflejan su posición acreedora/deudora neta resultante de los pagos transfronterizos efectuados por bancos comerciales a través de TARGET2. El aumento de las posiciones deudoras de algunos BCN en TARGET2 refleja fundamentalmente las tensiones de financiación registradas en sus respectivos sistemas bancarios, compensando las salidas de flujos financieros con un mayor recurso a las operaciones de financiación del Eurosistema.

A partir de mayo de 2010, los mercados de deuda pública resultaron adversamente afectados, produciéndose una reevaluación repentina y en ocasiones excesiva de los riesgos. El mal funcionamiento de algunos de estos mercados quedó reflejado en la desaparición de la liquidez. Las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE suelen transmitirse, desde los tipos de interés de mercado a corto plazo, a lo largo de la curva de rendimientos, hasta los tipos a largo plazo y de estos a la economía, pero este proceso se vio obstaculizado en los países en los que los mercados de deuda pública no funcionaban correctamente. Estos mercados desempeñan un destacado papel en el proceso de transmisión (por ejemplo, generalmente fijando un mínimo para los valores de renta fija privada y actuando como fuente principal de activos de garantía en las operaciones de cesión temporal). Si no se hubiesen adoptado otras medidas, es probable que más mercados de renta fija hubiesen resultado contagiados, con repercusiones negativas para la financiación de la economía, el crecimiento económico, el empleo y la estabilidad de precios.

En consecuencia, en mayo de 2010, el BCE empezó a comprar deuda pública de algunos países directamente en el mercado secundario, en el marco de su programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés). Tras un período de calma relativa a principios de 2011, las intervenciones aumentaron de nuevo en el segundo semestre del año. El BCE actuó en los mercados en los que los niveles de liquidez eran muy bajos, contribuyendo con ello

4 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Saldos en TARGET2 del Eurosistema en un contexto de deterioro de los mercados monetarios», *Informe Anual 2011*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

a enderezar el proceso de transmisión habitual⁵. Adicionalmente, las operaciones de financiación, y en particular las OFPML a tres años, han prestado apoyo a los mercados de deuda soberana, ya que algunas entidades de crédito decidieron utilizar parte de la liquidez para comprar deuda pública.

4 EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS FISCALES, MACROECONÓMICAS Y ECONÓMICAS EN LA SUPERACIÓN DE LAS DEFICIENCIAS INSTITUCIONALES DE LA UEM

Los vínculos existentes entre los desequilibrios presupuestarios, estructurales y financieros que condujeron a la crisis de la deuda soberana y a la fragmentación de los mercados financieros, como se ha explicado en las secciones anteriores, han puesto en evidencia varias deficiencias del marco institucional de la UEM. En esta sección se analizan en primer lugar las deficiencias del diseño institucional anterior a la crisis, a continuación se presentan los avances realizados hasta ahora para subsanar dichas deficiencias, y finalmente se considera lo que queda por hacer.

La crisis ha puesto de relieve dos importantes deficiencias del marco institucional de la UEM. En primer lugar, el marco de política vigente para asegurar la convergencia económica y financiera de los países de la zona del euro y promover la flexibilidad de sus economías no es plenamente eficaz. Los incentivos y las normas aplicadas para respaldar unas políticas presupuestarias, financieras y macroeconómicas nacionales adecuadas no fueron suficientes para evitar la acumulación de desequilibrios antes de la crisis. Además, la inexistencia de un mecanismo explícito de corrección de desequilibrios llevó a un aplazamiento de los ajustes necesarios en varios países. Las rigideces estructurales, por su parte, hicieron que esos ajustes fueran más costosos cuando estalló la crisis.

En segundo lugar, una característica del marco de estabilidad financiera anterior a la crisis era su limitado grado de armonización y coordinación entre los países de la zona del euro. La inexistencia de un mecanismo de estabilidad financiera y de

gestión de crisis para toda la zona del euro dificultó la identificación y la corrección del riesgo sistémico antes de la crisis, y también fue igualmente difícil contener la propagación de la inestabilidad financiera a distintos países y mercados cuando este riesgo se materializó. La gestión de la crisis y el saneamiento del sector financiero, como el rescate y la resolución de instituciones financieras, se dejaron en manos de las autoridades nacionales, pese a las importantes actividades transfronterizas del sector financiero. Esto provocó un repliegue del sistema financiero dentro de las fronteras nacionales, sembrando la semilla para que posteriormente se generara una espiral de reacciones adversas entre las condiciones financieras de los emisores soberanos y las de las entidades de crédito. La heterogeneidad se manifestó no solo en una mayor divergencia, sino también en un mayor contagio debido a la ausencia de un marco institucional de respaldo creíble, y surgieron poderosos mecanismos de propagación y amplificación —del mercado de deuda soberana al sector bancario, del ámbito financiero al real, traspasando fronteras— de forma que el deterioro de la situación en un país determinado podía afectar a la zona del euro en su conjunto.

Es necesario subsanar estas deficiencias para retornar a unas condiciones financieras más homogéneas y eliminar los desequilibrios financieros. Esto es esencial para una mayor eficacia de la política monetaria y para asegurar su transmisión fluida a la economía de la zona del euro en su conjunto. Como ya se ha indicado en la sección 3, aunque las medidas no convencionales del BCE pueden proporcionar alivio temporalmente, no abordan las causas subyacentes de los desequilibrios financieros existentes, algo que solo puede lograrse aplicando medidas a escala nacional y de la zona del euro y europea. En particular, las políticas macroeconómicas deben abordar los desequilibrios financieros generales, mientras que las políticas financieras deben tratar de conseguir que las condiciones financieras sean más homogéneas.

⁵ Para preservar la eficacia de estas operaciones de política monetaria, el Eurosistema no proporciona información sobre la distribución por países de las intervenciones realizadas en el marco del SMP.

El reconocimiento de la necesidad de subsanar estas deficiencias ha llevado a la introducción de reformas de amplio alcance relacionadas con el marco global de gobernanza económica, la supervisión y la regulación financieras, y la gestión de crisis.

En primer lugar se han adoptado algunas medidas a escala europea con el fin de mejorar la disciplina fiscal y la competitividad de las economías de la zona del euro. Casi todos los Estados miembros de la UE han firmado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, que incluye el «pacto presupuestario» que introduce reglas presupuestarias y mecanismos de corrección en la legislación nacional. También se ha reforzado la supervisión macroeconómica para el conjunto de la zona mediante la adopción de diferentes medidas, como el «paquete de seis medidas legislativas» y el «paquete de dos medidas legislativas», que tienen por objeto mejorar la prevención y la corrección de los desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos⁶. Aparte de introducir una mayor vigilancia mutua, el marco revisado también pretende reforzar la disciplina de mercado facilitando el seguimiento de las políticas nacionales por parte de los mercados.

En segundo lugar se ha avanzado en relación con el marco financiero de la zona del euro. La necesidad de detectar y abordar el riesgo sistémico llevó a la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), responsable de la política macroprudencial, mientras que la coordinación de la supervisión microprudencial se reforzó mediante el establecimiento de tres autoridades europeas diferentes. El objetivo de la reforma del marco de supervisión era mejorar la calidad y la coherencia de las prácticas de supervisión, reforzar la supervisión de grupos transfronterizos, fortalecer los mecanismos de prevención y gestión de crisis en la zona del euro, y establecer un conjunto de normas comunes aplicable a todas las instituciones financieras (es decir, un «código normativo único»). En cuanto a la regulación financiera, la revisión del marco regulatorio que se está llevando a cabo actualmente y los objetivos de adecuación del capital fijados a escala europea deberían contribuir a fortalecer el sistema bancario, a evitar un apalancamiento

excesivo y a impulsar la concesión de crédito a la economía. También se han puesto en marcha otras reformas regulatorias importantes en ámbitos como las ventas en corto, la normativa sobre las agencias de calificación crediticia, el «sistema bancario en la sombra» y la instauración de un marco regulatorio adecuado para los derivados OTC⁷. Además, un proyecto no relacionado con la crisis, concretamente TARGET2-Securities, debería contribuir a un procesamiento más seguro, a una mayor eficiencia y a una disminución de los costes de las operaciones transfronterizas, favoreciendo con ello una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro.

Por último, en tercer lugar, la necesidad de frenar el contagio se abordó con la creación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El MEDE prestará apoyo financiero temporal a los países de la zona del euro, con el objeto de proporcionar financiación puente durante el período que sea necesario para aplicar un profundo programa de ajuste orientado a corregir los desequilibrios y recuperar el acceso a los mercados, evitando así la propagación mediante desestabilizadores efectos de contagio entre países⁸.

De cara al futuro es importante que los Gobiernos cumplan los compromisos adquiridos en relación con las medidas acordadas, que representan una mejora significativa del marco institucional y que, si se aplican, deberían reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero de la zona del euro y contribuir a mitigar el riesgo de que se generen los círculos viciosos de inestabilidad y heterogeneidad observados durante la crisis. Dicho esto, puede que sea necesario llevar a cabo otras actuaciones en la

6 Estas cuestiones se han tratado con más detalle en los artículos titulados «Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2012, y «Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2012. Por lo tanto, el resto de esta sección se centra fundamentalmente en cuestiones de supervisión.

7 Estas cuestiones se han tratado con más detalle en el artículo monográfico D titulado «Institutional reform in the European Union and financial integration», *Financial Integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

8 Véase el artículo titulado «El mecanismo europeo de estabilidad», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

esfera política, por ejemplo, la formulación de políticas estructurales para el sector financiero, medidas adicionales para abordar los desequilibrios macrofinancieros, y políticas orientadas a mejorar la gestión y la resolución de crisis. En particular, un régimen armonizado de rescate y resolución de entidades de crédito a escala europea ayudaría a romper el vínculo entre emisores soberanos y entidades de crédito que ha contribuido sustancialmente al desarrollo de una heterogeneidad financiera considerable en la zona del euro, incluida la acumulación de riesgos de contagio. Al mismo tiempo, también contribuiría a reducir la heterogeneidad patente en la actividad interbancaria y en los flujos financieros, como ha quedado reflejado en los saldos en TARGET2.

En términos generales, las políticas deben orientarse hacia una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro para que sean más eficientes y resistentes. En este sentido, las ventajas de unos mercados financieros integrados son múltiples, ya que favorecen unas condiciones monetarias y financieras equilibradas y, con ello, promueven una transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. También mejoran la capacidad de resistencia del sistema financiero a través de una mayor competencia, de mercados más líquidos y de una mejor diversificación y distribución de los riesgos. Al mismo tiempo, como la crisis ha puesto en evidencia, un proceso incompleto de integración financiera —con un aumento de las interacciones transfronterizas pero sin salvaguardias para abordar el riesgo sistémico— puede plantear amenazas considerables para la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

En cuanto a la supervisión, la gestión de crisis y las políticas de resolución, la necesidad de disponer de instrumentos adecuados para afrontar crisis finan-

ciarias en una unión monetaria puede demostrarse a través de dos casos opuestos. En el primero, la regulación, la supervisión y la gestión de crisis seguirían organizándose en el ámbito nacional, con algunos elementos de cooperación transfronteriza. No obstante, este marco requeriría normas mucho más estrictas y una cooperación más estrecha —especialmente para ocuparse de instituciones sistémicas (el problema de que «son demasiado grandes para quebrar»)— de lo que ha sido el caso hasta ahora en la zona del euro. En el segundo caso, la regulación, la supervisión y la gestión de crisis están centralizadas, y la agrupación de riesgos de los distintos países crearía una unión financiera de facto. Los recursos para rescatar el sistema financiero, procedentes de fuentes públicas o privadas, se agruparían en un mecanismo central único, aumentando la eficiencia en comparación con una situación en la que cada país tiene su propia autoridad.

En este contexto se han presentado varias propuestas relativas a un marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito (véase el recuadro). La propuesta más reciente de la Comisión Europea constituye un avance hacia una unión financiera y un paso adelante en comparación con la situación antes de la crisis, en la que los regímenes nacionales no estaban armonizados y no existían autoridades de resolución. La cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012, que sentó las bases para un mecanismo de supervisión único eficaz, representa un importante paso en la dirección correcta. No obstante, es necesario seguir avanzando, especialmente en lo que respecta al sistema de garantía de depósitos de la zona del euro y al establecimiento de un régimen de resolución verdaderamente integrado para abordar el problema de las instituciones financieras transfronterizas de importancia sistémica.

Recuadro

HACIA UN NUEVO MARCO DE LA UE PARA EL RESCATE Y LA RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO

La crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad de disponer de un marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito, basado en la medida de lo posible en el nuevo estándar

internacional sobre regímenes de resolución (Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions), publicado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) en octubre de 2011. El nuevo marco debe tratar de alcanzar dos objetivos interrelacionados e igualmente importantes: i) reducir los riesgos de los contribuyentes velando por que las entidades de crédito puedan quebrar de manera ordenada; y ii) romper el vínculo entre entidades de crédito y emisores soberanos que ha creado un círculo vicioso en algunos Estados miembros de la UE. Para conseguir estas dos metas, el régimen de resolución de la UE debe asegurar que el sector financiero asuma los costes de los procesos de resolución mediante un mecanismo de financiación creíble y eficaz, utilizando instrumentos de resolución que permitan la asignación de pérdidas a accionistas y acreedores.

El 6 de junio de 2012, la Comisión Europea presentó su propuesta de un nuevo marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito, que incluye elementos para la prevención (por ejemplo, planes de resolución y rescate), así como la intervención temprana y la resolución. De conformidad con el nuevo estándar del FSB, la propuesta de la Comisión proporciona herramientas comunes a las autoridades responsables de la resolución, consistentes en una serie de competencias e instrumentos (esto es, la constitución de una entidad puente, la venta de unidades de negocio, la segregación de activos y la transformación de la deuda en capital) que les permitiría ocuparse de bancos con dificultades, ya sea como una empresa en funcionamiento (esto es, mediante la transformación de la deuda en capital) o como empresa fallida (es decir, a través de una entidad puente o una combinación de distintos instrumentos de resolución). La directiva también introduce un sistema europeo de mecanismos de financiación integrado por: i) mecanismos nacionales de financiación; ii) el préstamo entre mecanismos nacionales de financiación; y iii) la mutualización de los mecanismos nacionales de financiación en caso de resolución de grupos bancarios. Estos mecanismos de financiación estarían respaldados por contribuciones de las entidades de crédito, de forma que, en un plazo no superior a diez años después de la entrada en vigor de la directiva, los recursos financieros disponibles de dichos mecanismos de financiación ascendieran al menos al 1 % del importe de los depósitos cubiertos.

La propuesta de la Comisión Europea representa un gran paso adelante con respecto a la situación actual en la que los regímenes nacionales carecen de los poderes de resolución necesarios y el nivel de armonización es insuficiente. La iniciativa de crear un lenguaje común a escala de la UE en materia de resolución de entidades de crédito que sea muy próximo al estándar internacional no solo facilitará la gestión de crisis en el futuro, sino también mejorará la cooperación entre las autoridades competentes de distintas jurisdicciones. Por consiguiente, una prioridad fundamental para el futuro próximo es la aplicación coherente de la directiva entre los Estados miembros de la UE y los Principios básicos del FSB a nivel internacional. No obstante, queda por ver cómo funcionará todo esto en la práctica en el caso de los grandes bancos transfronterizos en el marco del mercado único de la UE.

La crisis financiera ha puesto de relieve la complejidad que entraña la resolución de instituciones financieras transfronterizas de importancia sistémica. A este respecto, la UE debe seguir avanzando hacia un régimen de resolución realmente integrado que refleje adecuadamente la naturaleza transfronteriza de su sector bancario. Este régimen aumentaría la disciplina de mercado mitigando el riesgo moral, mantendría la estabilidad asegurando la continuidad de los servicios básicos de las instituciones que se estén liquidando, asignaría las pérdidas de manera eficiente y protegería a los contribuyentes.

La perspectiva de medio plazo para este régimen de resolución integrado podría ser, en última instancia, la creación de una autoridad de resolución a escala de la UE responsable de las principales entidades de crédito transfronterizas de la UE. Esta autoridad trabajaría a partir de un marco único

para la gestión de crisis, la resolución y la insolvencia de entidades de la UE. Ya se están realizando avances en este sentido en el ámbito de la regulación prudencial. La decisión adoptada en la cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012 de introducir un mecanismo de supervisión único sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea representa un importante paso adelante hacia una unión financiera. Esto se unirá a la implementación de las nuevas normas de Basilea, que en parte quedarán recogidas en un reglamento de la UE, eliminando con ello la posibilidad de que haya diferencias nacionales en su transposición.

Este sistema de resolución integrado debe basarse en mecanismos sólidos para financiar las medidas de la autoridad de resolución de la UE. Estos mecanismos deben estructurarse de forma que la espionosa cuestión de la asunción de la carga financiera por parte del sector público se sustituya, en la medida de lo posible, por una solución privada. A tal fin, se podrían agrupar recursos en un fondo de resolución único para toda la UE, lo que contribuiría a romper el vínculo entre la solvencia de las entidades de crédito y la de sus emisores soberanos y, al mismo tiempo, aseguraría un trato equitativo y una aplicación coherente de las normas pertinentes en toda la UE.

5 CONCLUSIONES

La crisis financiera y de la deuda soberana ha aumentado notablemente el grado de heterogeneidad de las condiciones financieras de la zona del euro. Unas finanzas públicas insostenibles, unos desequilibrios macroeconómicos considerables y unos sistemas bancarios nacionales con dificultades han provocado un deterioro de las condiciones financieras en algunas partes de la zona del euro en las que las ventajas financieras que conllevó la incorporación a la UEM habían sido particularmente sustanciales y los crecientes desequilibrios no fueron frenados por las políticas adecuadas.

Este alto grado de heterogeneidad ha planteado retos para la ejecución de la política monetaria única. No obstante, la política monetaria del BCE ha contribuido a reducir las divergencias observadas en las condiciones financieras. A lo largo de la crisis, las medidas del BCE han seguido orientándose por su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, ayudando a reducir la incertidumbre y las primas de riesgo de los tipos de interés asociadas. Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, como las OFPML a tres años y el SMP, respaldaron las condiciones en los mercados monetarios y de renta fija de los países con problemas financieros, y

contribuyeron a asegurar una transmisión más homogénea de la política monetaria de la zona.

Con todo, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE son de carácter temporal y no pueden abordar las causas subyacentes de los desequilibrios financieros y de unas condiciones financieras heterogéneas. Es necesario introducir reformas estructurales en el ámbito de las finanzas públicas, los desequilibrios macroeconómicos y la estabilidad financiera, que son responsabilidad de los Gobiernos nacionales de los países de la zona del euro. Hasta cierto punto, ya se están aplicando políticas adecuadas a escala nacional y de la zona del euro y europea, pero es posible que deban ponerse en práctica con mayor celeridad de lo actualmente previsto, así como tomar contundentes medidas adicionales, entre las que se incluye la transferencia de más competencias a las instituciones europeas para la gestión y resolución de crisis del sector financiero de la zona del euro, lo que constituiría un paso adelante hacia una unión financiera. La decisión adoptada en la cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012 de introducir un mecanismo de supervisión único sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea representa un importante avance en la dirección correcta.

EVALUACIÓN DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO DE LA ZONA DEL EURO DURANTE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

ARTÍCULOS

Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

Para que la economía funcione es fundamental que el sector privado no financiero de la zona del euro mantenga el acceso a la financiación externa. Con el fin de seguir de cerca los factores que influyen en este acceso es necesario evaluar las condiciones de financiación adecuadamente y, por tanto, contar con un marco que permita entender los canales a través de los cuales las perturbaciones financieras, especialmente las que se originan en los mercados de deuda soberana, se propagan del sistema financiero a la economía real. En este artículo se describe dicho marco y se utiliza para analizar cómo han evolucionado las condiciones de financiación de las empresas y los hogares de la zona del euro desde el comienzo de la crisis de la deuda soberana.

Aunque las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE han protegido, en gran medida, al sector privado no financiero de la crisis de la deuda soberana y han evitado alteraciones mayores en la financiación de la economía, la financiación de las entidades de crédito y del sector privado no financiero de los países afectados por dicha crisis sigue siendo complicada, como pone de manifiesto, en particular, la persistente heterogeneidad entre países, así como el fuerte vínculo existente entre las tensiones en los mercados soberanos, las condiciones de financiación y del balance de las entidades de crédito, y la financiación de las sociedades no financieras y de los hogares en la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

La crisis financiera, que comenzó en agosto de 2007, perjudicó a varios segmentos del sistema financiero mundial, afectando a las condiciones de financiación de los sectores financiero y no financiero. En el período transcurrido desde principios de 2010 se han reavivado las tensiones en el sistema financiero debido a la preocupación acerca de la financiación de algunos emisores soberanos de la zona del euro. Esta zona se ha visto especialmente afectada, y las condiciones de financiación en la misma han seguido siendo duras, en conjunto, durante este período, con una disparidad cada vez mayor entre los países que la integran.

Esta situación se ha generado a pesar de que los tipos de interés oficiales del BCE se encuentran en niveles muy bajos. El BCE ha implementado varias medidas no convencionales para afrontar el deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria que afecta a varios segmentos del sistema financiero de la zona del euro. En general, estas medidas han proporcionado a los Gobiernos más tiempo para poner en marcha las medidas estructurales necesarias para atajar las causas fundamentales de la crisis.

Para evaluar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación del

sector privado de la zona del euro deben tenerse en cuenta varios aspectos relacionados entre sí. El primero y más importante es que las condiciones de financiación y del balance del sistema bancario merecen un examen detenido. Existen interdependencias significativas entre las entidades de crédito y los Gobiernos, tanto a través de las exposiciones en el balance como de las exposiciones por créditos contingentes. Estas interdependencias refuerzan mutuamente la propagación macroeconómica de las tensiones en el sistema bancario o en los mercados soberanos. En segundo lugar, dada la fragmentación de algunos segmentos del mercado y el obstáculo que supone para la integración del sector bancario europeo, es preciso analizar la persistente heterogeneidad entre países. En tercer lugar, para evaluar adecuadamente las condiciones de financiación es necesario distinguir entre los factores de oferta y de demanda en la intermediación crediticia. Por último, debe identificarse el impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE y el Eurosistema en su conjunto. Es posible que el efecto de algunas medidas que han impedido la materialización de riesgos de cola no sea inmediato ni directo.

En este artículo se analiza la evolución de la financiación de las entidades de crédito, de las sociedades no financieras y de los hogares, principalmente en la zona del euro, desde el comienzo de la crisis

de la deuda soberana en 2010. Aunque el foco se centra sobre todo en la financiación del sector privado no financiero de la zona del euro, se presta especial atención a la transmisión de las variaciones en las condiciones de financiación de las entidades bancarias a la financiación del sector privado no financiero. Para ello se describe un marco en el que se consideran conjuntamente los distintos aspectos de las condiciones de financiación, como el volumen de la misma, los precios financieros, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y los criterios de aprobación del crédito.

El artículo consta de seis secciones. En la sección 2 se presenta un marco que ayuda a entender cómo se propagan las tensiones del sistema financiero al conjunto de la economía, y se analiza el papel fundamental que desempeñan las entidades de crédito en la financiación de la economía de la zona del euro. En la sección 3 se examina con detalle la evolución reciente del sector bancario en la zona y se muestra que el acceso de los bancos a la financiación se ha convertido en una preocupación fundamental por su capacidad para restringir la oferta de préstamos al sector privado no financiero y, en última instancia, para influir negativamente en la actividad económica. Sin embargo, en épocas de grandes tensiones y de problemas de financiación, las medidas convencionales y no convencionales adoptadas por el Eurosistema han permitido a las entidades de crédito de la zona del euro seguir proporcionando crédito a la economía. En la sección 4 se aborda la financiación externa de las sociedades no financieras, sus factores determinantes y su relación con la financiación de las entidades de crédito. En ella se destaca la transmisión de las variaciones en las condiciones de financiación de los bancos a los precios y condiciones aplicados al crédito concedido a las empresas, y se ponen de manifiesto algunas asimetrías entre empresas, en especial entre las de grande y pequeño tamaño. Al mismo tiempo, se presentan las tímidas variaciones registradas en los préstamos durante el período, que muestran la predominante debilidad de la demanda. En la sección 5 se examina la financiación de los hogares, prestando especial atención a los préstamos para adquisición de vivienda, que constituyen la mayor parte del crédito a hogares.

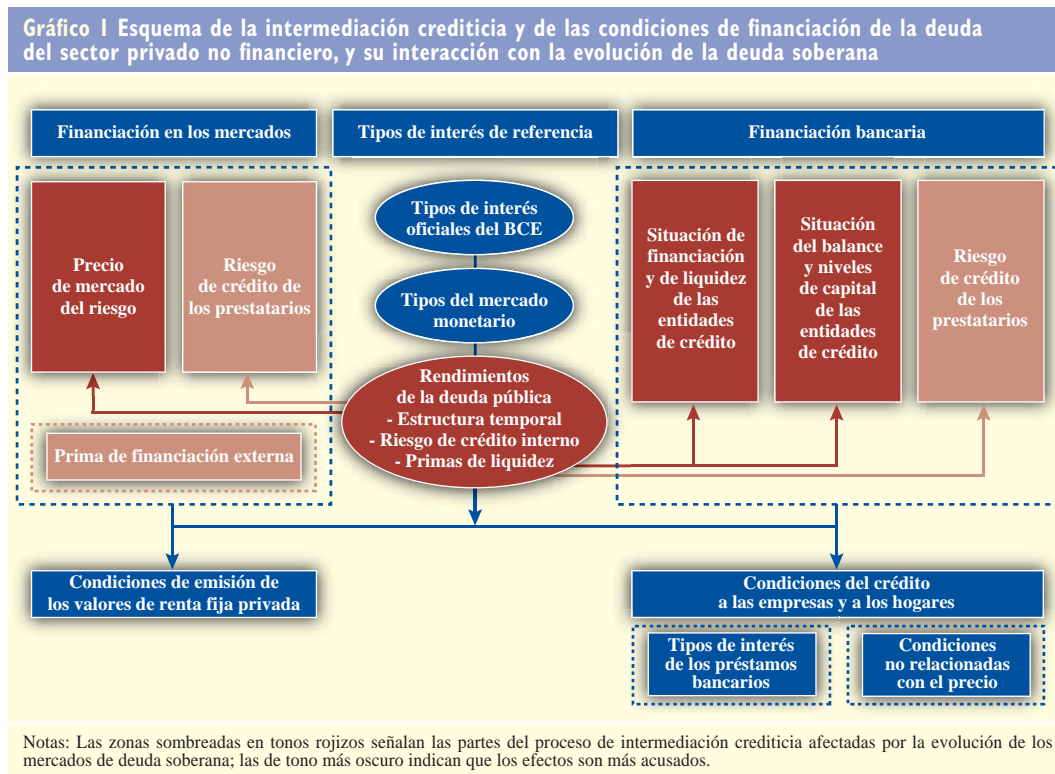
En la sección 6 se concluye con un análisis en el que se evalúa la eficacia de las medidas de política monetaria adoptadas hasta ahora para aliviar las tensiones y se repasan los retos que siguen existiendo.

2 MARCO PARA EL ANÁLISIS DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN EN LA ZONA DEL EURO Y EL IMPACTO DE LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA

En esta sección se ofrece una visión general de los componentes y los vínculos que configuran las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro y su interrelación con la crisis de la deuda soberana. Primero se distinguen los diversos componentes que influyen en las condiciones de financiación bancaria y en los mercados. A continuación se describen los efectos de dicha crisis en los citados componentes y se detallan los diferentes canales de propagación de las tensiones de la deuda soberana a las condiciones de financiación del sector privado.

Estas condiciones dependen de forma fundamental de la evolución de los tipos de interés de referencia, que comprenden, básicamente, los tipos de interés oficiales del BCE, los tipos del mercado monetario y los rendimientos de la deuda pública, incluyendo estos últimos la estructura temporal de tipos sin riesgo, el riesgo de crédito soberano y las primas de liquidez (véase gráfico 1). Estos tipos de interés son los principales factores determinantes de las condiciones de financiación directa en los mercados financieros, tanto de las sociedades no financieras como de las instituciones financieras y, por consiguiente, de la financiación de las entidades de crédito en los mercados mayoristas y mediante depósitos. En la zona del euro, la financiación bancaria es la principal fuente de financiación externa del sector privado no financiero. Por ello, los factores que afectan a la intermediación crediticia a través de los bancos también ejercen una influencia especialmente significativa en las condiciones de financiación de las empresas y de los hogares.

Más concretamente, los efectos de la crisis de la deuda soberana sobre la situación de financiación y de liquidez de las entidades de crédito, así como



sobre las estructuras de sus balances y sus niveles de capital, han repercutido en los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos, en las condiciones no relacionadas con el precio y en los volúmenes de crédito otorgados al sector privado no financiero. Además, en el caso de la financiación en los mercados, la crisis de la deuda soberana ha afectado a la prima de financiación externa de los prestatarios a través de su impacto en el riesgo de crédito y de su impacto general en el precio de mercado del riesgo.

En términos generales, existen tres canales de propagación de la crisis de la deuda soberana, a través de los cuales las tensiones y las perturbaciones en los mercados de deuda pública pueden afectar a las condiciones de financiación del sector privado y tener un impacto en el mecanismo de transmisión de la política monetaria: el canal de precios, el canal del balance y el canal de liquidez¹.

Los efectos más directos se producen a través del canal de precios, ya que un aumento considerable de los rendimientos de la deuda pública —y más

concretamente del riesgo de crédito soberano— puede traducirse directamente en mayores costes de financiación para el sector privado, tanto a través de los mercados de capitales como de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios. De manera más destacada y directa, los rendimientos de la deuda pública afectan a las condiciones de financiación, ya que estos suelen actuar como tipos de interés de referencia, sobre todo porque reflejan la estructura temporal de los tipos sin riesgo, pero también, en cierto modo, porque contienen el riesgo de crédito soberano interno y la prima de liquidez (véase parte central del gráfico 1). En el caso de los mercados de capitales, es de esperar que la correlación entre los rendimientos de la deuda pública y los rendimientos de los bonos emitidos por instituciones financieras sea más elevada que en el caso de los rendimientos de los bonos emitidos por sociedades no financieras, pues la relación entre el riesgo de crédito de las entidades

¹ En parte, esta clasificación difiere de las clasificaciones convencionales del mecanismo de transmisión de la política monetaria, ya que suelen asumir un funcionamiento perfecto de los mercados de deuda pública.

bancarias y de los emisores soberanos es más estrecha y directa —especialmente en períodos de graves tensiones en los mercados financieros— que la relación con el riesgo de crédito del sector no financiero. Al variar los costes de financiación de las entidades de crédito debido a los cambios en los diferenciales de los bonos bancarios, este incremento de los rendimientos de la deuda pública tiene un fuerte impacto en las condiciones de financiación de las entidades de crédito (representado mediante la flecha dirigida hacia la casilla «Situación de financiación y de liquidez de las entidades de crédito» del gráfico 1), que puede ser transmitido a los tipos de interés de los préstamos bancarios².

En cuanto al canal del balance, los cambios en las valoraciones de la deuda pública pueden acarrear cambios directos en el tamaño del balance, tanto para las entidades de crédito como para sus clientes, que pueden verse acrecentados, además, por las respuestas de las autoridades reguladoras a la exposición de las entidades de crédito a la deuda soberana, lo que pone en peligro la estabilidad del sistema bancario. En el caso de los bancos, si el valor de mercado de sus tenencias de deuda soberana cae por debajo de su valor contable, esto puede significar una erosión de su base de capital tanto directamente, por los efectos de valoración en las propias carteras de deuda pública de las entidades de crédito, como indirectamente, por el deterioro de la solvencia de sus prestatarios (representado mediante la flecha dirigida hacia la casilla «Situación del balance y niveles de capital de las entidades de crédito» del gráfico 1). El mayor apalancamiento resultante afecta negativamente a las condiciones de financiación de las entidades de crédito en los mercados y puede obligarlas a reducir sus balances, con efectos adversos sobre su capacidad para conceder préstamos al sector privado. Es posible que este efecto de valoración se vea ampliado por los efectos que se transmiten a través del canal de precios, dado que las variaciones en los rendimientos de la deuda pública afectan, en cierta medida, a los precios de otros valores privados. Además, la base de depósitos de las entidades de crédito puede deteriorarse si los hogares y las sociedades no financie-

ras retiran sus fondos en respuesta a la menor solidez financiera de los bancos. Asimismo, estos cambios de valoración afectan a las carteras de deuda pública y de otros valores del sector privado no financiero, lo que tiene un impacto negativo en el riesgo de crédito de los hogares y de las empresas (representado por las flechas dirigidas hacia las casillas «Riesgo de crédito de los prestatarios» de los paneles de financiación bancaria y financiación en los mercados del gráfico 1). Esto supone una prima de financiación externa más elevada para el sector privado no financiero y un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación aplicadas por las entidades de crédito y los mercados financieros.

Por último, las variaciones en los rendimientos de la deuda pública afectan indirectamente a las condiciones de financiación de las entidades de crédito a través del canal de liquidez. Al haber aumentado el recurso de los bancos de la zona del euro a la financiación mayorista, su exposición a los cambios en las condiciones aplicadas a la financiación en los mercados también es mayor. Dada su elevada liquidez en épocas normales, la deuda pública es un importante activo de garantía en los mercados de repos europeos y puede servir de referencia para determinar el recorte de otros activos utilizados en dichas operaciones. Así pues, las perturbaciones en el mercado de deuda pública pueden propagarse a otros segmentos del mercado, deteriorando el acceso de las entidades de crédito a la liquidez (representado mediante la flecha dirigida hacia la casilla «Situación de financiación y de liquidez de las entidades de crédito» del gráfico 1). La rebaja de las calificaciones de la deuda soberana incluida en un conjunto de activos de garantía puede hacer que se revise la admisibilidad de dicho conjunto como garantía, generando un ajuste de los márgenes y una reducción del volumen de crédito respaldado por activos de garantía al que se puede acceder. Esto, a su vez, podría repercutir en la capacidad de las

2 Además, el aumento de los rendimientos de la deuda pública puede afectar directamente a los tipos de interés de los préstamos bancarios a través de los acuerdos de tipo de interés variable de los préstamos o hipotecas. Sin embargo, estos acuerdos suelen estar vinculados o indicados a los tipos del mercado monetario.

entidades de crédito para utilizar la deuda pública como garantía en las operaciones de préstamos interbancarios con garantías y para emitir sus propios valores de renta fija, lo que generaría, en última instancia, un aumento de sus costes de financiación. En el recuadro se presentan brevemente los índices de condiciones financieras de la zona del euro.

Recuadro I

ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS PARA LA ZONA DEL EURO

Algunos organismos internacionales y grandes instituciones financieras han desarrollado índices de condiciones financieras (ICF)¹. Aislar las condiciones financieras de las condiciones monetarias es especialmente útil dada la coyuntura actual, caracterizada por unos tipos de interés oficiales bajos, pero por significativas tensiones en el sistema financiero. En este recuadro se analiza brevemente la metodología utilizada para construir dichos índices y se examinan algunos de los resultados obtenidos para la zona del euro en su conjunto.

Como se indica en el artículo, las condiciones financieras son multifacéticas y, por tanto, cuentan con un amplio conjunto de indicadores. Para evaluar el impacto de las condiciones financieras en la actividad económica puede ser útil sintetizar dichos indicadores en una única medida del entorno financiero general. En muchos casos esto podrá suponer una simplificación extrema, ya que las variaciones de los ICF pueden deberse a múltiples factores, como las condiciones de oferta en algunas partes del sistema financiero, la aversión al riesgo o el clima de los mercados.

El estudio de las condiciones financieras estuvo precedido por un extenso análisis del impacto de las condiciones monetarias en la economía. El origen del desarrollo de índices de condiciones monetarias (ICM) fue la idea de que los tipos de interés fijados por los bancos centrales pueden ofrecer una imagen incompleta de los impulsos transmitidos por la política monetaria a la actividad económica. Posteriormente, algunos autores extendieron el concepto de los ICM a otros precios de activos relevantes para el análisis de la actividad económica (como los tipos de interés a largo plazo, el precio de las acciones y el precio de la vivienda, entre otros), así como a variables que proporcionan señales en relación con las distintas dimensiones de las condiciones de financiación en la economía considerada. A los indicadores resultantes se les denominó ICF. Se ha llevado a cabo una amplia labor para analizar las condiciones financieras en Estados Unidos y, en menor medida, en la zona del euro.

Así pues, la finalidad de los ICF es proporcionar una medida más amplia de las condiciones financieras que la facilitada por los ICM, que generalmente se centran en el tipo de interés a corto plazo y en el tipo de cambio. Al igual que los ICM, los ICF se calculan como la suma ponderada de las desviaciones de determinadas variables con respecto a sus tendencias a largo plazo:

$$FCI_t = \sum_{i=1}^p a_i (x_{i,t} - \bar{x}_i) \quad (1)$$

siendo x_i un conjunto de variables que caracterizan al sistema financiero, como el tipo de interés a corto plazo, el rendimiento de la deuda pública a diez años, el tipo de cambio efectivo real, el precio

1 Véanse, por ejemplo, los índices del FMI, de la OCDE (utilizados regularmente en «Perspectivas Económicas») y de Goldman Sachs (usados sistemáticamente en «The Global FX Monthly Analyst»).

de las acciones y las condiciones crediticias². Para cada variable se incorpora en el ICF la desviación con respecto a la media con una ponderación a_i . Por construcción, la suma de las ponderaciones es igual a uno. También por construcción, el ICF carece de sentido en términos absolutos, ya que el índice se normaliza en algún período. Los ICF difieren en varios aspectos. Las tres diferencias más importantes radican en la metodología utilizada para calcular las ponderaciones asignadas a las variables, en el control de la endogeneidad de las variables financieras, y en si el tipo de interés oficial está incluido entre los indicadores financieros.

Las ponderaciones pueden calcularse utilizando distintos modelos y técnicas de estimación. Por ejemplo, pueden estimarse de forma que una variación determinada del índice sea indicativa de un impacto en el PIB total durante un cierto horizonte. En este caso, las ponderaciones se generan a partir de simulaciones utilizando modelos macroeconómicos de gran escala o modelos econométricos (como los de vectores autorregresivos o las ecuaciones de demanda en forma reducida). Dado que el análisis exige una estimación econométrica del impacto de las condiciones financieras en los resultados macroeconómicos, el número de variables debe mantenerse bajo cuando se emplea este enfoque³.

Una limitación de dicho enfoque es que, aunque no tiene en cuenta la perturbación que determina la variación, el origen de la perturbación sí influye. Por ejemplo, una disminución de las cotizaciones puede reflejar una mayor debilidad de las perspectivas de demanda o un endurecimiento inesperado de la política monetaria —ninguno de estos factores debería afectar al ICF— o una mayor aversión al riesgo o un acceso más difícil a la financiación externa —ambos factores deberían reflejarse en un endurecimiento del ICF—. Los trabajos de investigación recientes proponen ICF más complejos, utilizando técnicas econométricas que permiten una descomposición más estructural de cada variable incluida en el índice, con el fin de interpretar el origen de una variación conservando la capacidad para tener en cuenta un gran número de señales.

Para ilustrar estos trabajos^{4,5} se utiliza un panel de 36 series, algunas de las cuales se refieren a la economía real: producción manufacturera, inflación medida por el IAPC y precios del petróleo. La mayoría de las series se refieren a las condiciones en el sector bancario, en el mercado bursátil o en el mercado de deuda: tipos de interés de los préstamos bancarios, rendimientos de la deuda pública, ratios de liquidez bancaria y ratios de capital, préstamos bancarios y emisiones de valores de renta fija. Aunque este panel de series muestra solo una visión parcial del sector financiero, permite tener en cuenta la evolución en la zona del euro desde principios de la década de los noventa.

Por su naturaleza, cada indicador se ve afectado por perturbaciones específicas, pero también por perturbaciones comunes, como perturbaciones de demanda, nominales, de política monetaria y variaciones en las condiciones de financiación. Ninguna de ellas es observable, pero el impacto de las perturbaciones de demanda, de precios y de política monetaria puede aislarse proyectando cada serie del conjunto de datos en series que a menudo se utilizan como aproximación en la literatura:

2 Véase S. Guichard, D. Haugh y D. Turner (2009), «Quantifying the Effect of Financial Conditions in the Euro Area, Japan, United Kingdom and United States», OECD Economics Department Working Papers, n.º 677; o T. Matheson (2011), «Financial Conditions Indexes for the United States and Euro Area», IMF Working Paper n.º 11/93.

3 Véase un ejemplo ilustrativo basado en la economía estadounidense en A. Swiston (2008), «A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due», IMF Working Paper n.º 164.

4 El trabajo se basa en un análisis interno del BCE utilizado para la preparación de los debates sobre política monetaria.

5 Para un análisis más técnico de un indicador similar, véase, por ejemplo, J. Hatzius, P. Hooper, F. Mishkin, K. L. Schoenholtz y M. Watson (2010), «Financial Conditions Indexes: A Fresh Look After the Financial Crisis», NBER Working Paper n.º 16150.

producción manufacturera, inflación medida por el IAPC y euríbor a tres meses. Esta es la primera etapa de estimación. Tras haber aislado de cada serie las variaciones derivadas de la evolución de la demanda, de la inflación y de la política monetaria, se supone que el componente restante refleja las condiciones financieras y el componente idiosincrásico.

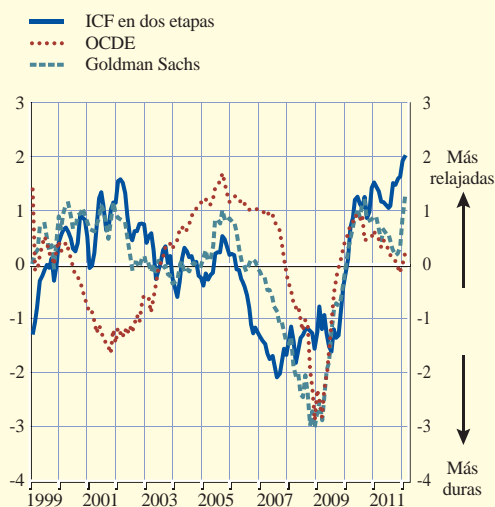
En la segunda etapa de estimación se utilizan técnicas convencionales de modelos factoriales para aislar el componente común. En este recuadro se emplea la técnica convencional de Stock y Watson para aislar, para cada variable, los efectos de las perturbaciones no financieras e idiosincrásicas de las condiciones financieras generales⁶. El ICF resultante —denominado ICF en dos etapas— es el componente común de todas las series del que se ha eliminado el impacto de los factores de demanda, nominales y de política monetaria.

A largo plazo, el ICF en dos etapas se mueve bastante en paralelo con los indicadores de la OCDE y de Goldman Sachs (véase gráfico A). Las estimaciones son capaces de reflejar tanto los acontecimientos mundiales como los específicos de la zona del euro. Entre 2005 y 2007 los tres indicadores apuntan a unas condiciones de financiación más relajadas en la zona del euro en comparación con la media histórica. En el transcurso de 2008 los indicadores varían para señalar un endurecimiento de dichas condiciones, que se deterioraron significativamente durante la crisis financiera en 2008-2009, tras el colapso de Bear Stearns a principios de 2008 y, sobre todo, después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Los índices registran un mínimo histórico a finales de 2008, antes de que las condiciones de financiación comenzaran a relajarse.

6 Para una presentación de las técnicas convencionales de modelos factoriales, véase J. H. Stock y M. Watson (2002), «Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes», *Journal of Business & Economic Statistics*, 20, pp. 147-162.

Gráfico A Índices de condiciones financieras estimados para la zona del euro

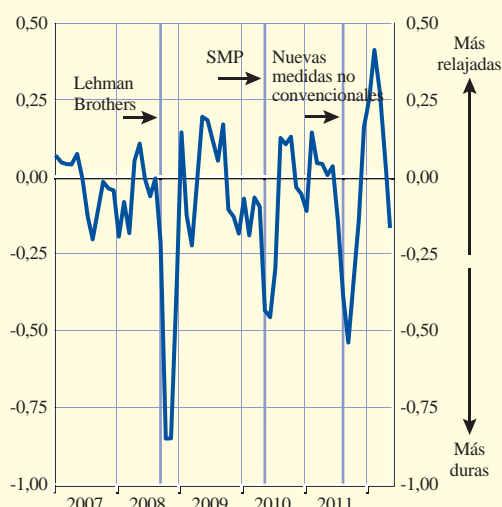
(medias móviles de doce meses)



Fuentes: Cálculos del BCE, OCDE y Goldman Sachs.
Notas: Un aumento del indicador señala una relajación de las condiciones de financiación. La última observación corresponde a mayo de 2012.

Gráfico B El índice de condiciones financieras en dos etapas desde el inicio de la crisis financiera

(media móvil de tres meses)



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: Un aumento del indicador señala una relajación de las condiciones de financiación. La última observación corresponde a mayo de 2012. SMP son las siglas en inglés correspondientes al programa para los mercados de valores.

Aunque los tres indicadores se mueven muy en paralelo a largo plazo, el ICF en dos etapas parece registrar variaciones mucho más acusadas desde principios de 2009. Lo mismo ocurre, por ejemplo, en 2010 y 2011, períodos en los que los otros dos índices apenas experimentaron cambios. Esto refleja, posiblemente, el hecho de que el ICF en dos etapas recoge mejor, por construcción, el importante papel que desempeñan los factores financieros en este período. A diferencia de los otros dos indicadores, este índice comprende una amplia gama de series financieras.

En particular, si se analiza el período más reciente, el ICF en dos etapas indica que las condiciones de financiación comenzaron a endurecerse a principios de 2010 en un entorno de preocupación acerca de la deuda soberana de algunos países de la zona del euro, pero el anuncio del programa para los mercados de valores por parte del BCE en mayo de 2010 frenó este deterioro. Debido a nuevos problemas de índole presupuestaria, las condiciones de financiación volvieron a endurecerse entre mediados de 2011 y octubre del mismo año. El anuncio de nuevas medidas no convencionales por parte del BCE en el último trimestre de 2011 se ha traducido en una clara mejora de las condiciones de los mercados financieros (véase gráfico B). Estos resultados respaldan la valoración de que las medidas no convencionales han logrado aliviar las tensiones en estos mercados de la zona del euro, aunque parece que el entorno financiero ha vuelto a endurecerse recientemente tras la intensificación de las turbulencias en los mercados de deuda soberana de la zona.

3 FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

Dado que las entidades de crédito son instituciones altamente apalancadas, el impacto de las variaciones en sus condiciones de financiación, ya sea en términos de precios o de cantidades, queda amplificado en el activo del balance. Por consiguiente, resulta extremadamente importante seguir de cerca el acceso a la financiación de las entidades de crédito con el fin de evaluar su capacidad para proporcionar crédito a la economía real. Esta sección se centra en los mercados de deuda y ofrece un análisis de los volúmenes y los costes de financiación de estas entidades desde principios de 2010, a la luz del marco descrito anteriormente.

RIESGO PERCIBIDO Y COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA

Desde el comienzo de la crisis de la deuda soberana la eficacia del canal del crédito bancario en la transmisión del impulso de la política monetaria a la economía se ha visto cada vez más deteriorada, especialmente en una serie de países de la zona del euro. La aversión de los inversores al riesgo creció tras el aumento de la preocupación en torno a algunos emisores soberanos a mediados de 2010 y, posteriormente, en la segunda mitad de 2011. Además,

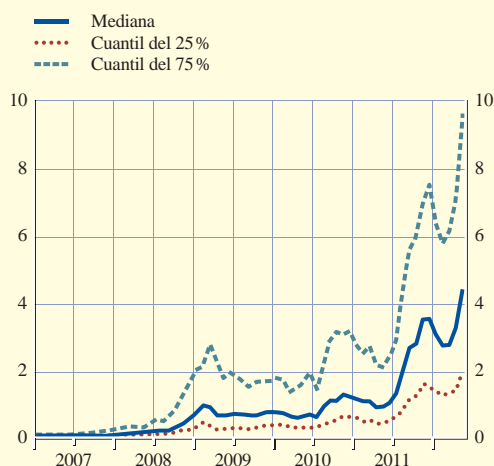
la valoración de la cartera de deuda soberana de las entidades de crédito de la zona del euro ha disminuido. Estos factores se han visto reflejados en las condiciones de financiación de estas entidades, tanto en forma de pérdidas por valoración como de aumento de los riesgos percibidos en relación con los activos bancarios.

Desde el comienzo de la crisis financiera, la tasa de morosidad esperada de las entidades de crédito de la zona del euro aumentó, sobre todo a mediados de 2010 y de 2011, coincidiendo con la agudización de la crisis de la deuda soberana (véase gráfico 2). Aunque esta evolución se explica en parte por la percepción de un deterioro de las perspectivas de la actividad económica, es probable que la reducción de la valoración de los activos bancarios, parcialmente asociada a la preocupación en torno a la sostenibilidad de la deuda de varios emisores soberanos de la zona del euro, haya desempeñado un papel importante. Como consecuencia de esta percepción de mayor riesgo, a las entidades de una serie de países de la zona les ha resultado cada vez más difícil financiar sus actividades, adquirir valores y proporcionar préstamos a la economía.

Por lo que respecta al precio, los costes de la financiación privada de las entidades de crédito de la

Gráfico 2 Tasa de morosidad esperada de las entidades de crédito cotizadas de la zona del euro

(probabilidad de impago en los próximos doce meses; porcentajes)

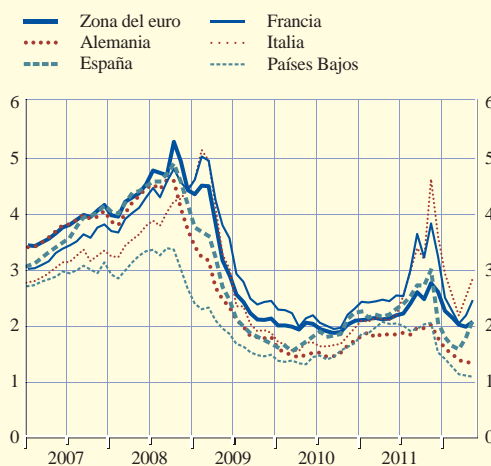


Fuentes: Moody's KMV y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se basan en una muestra de las entidades de crédito cotizadas de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

Gráfico 3 Coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante valores de renta fija sin garantías

(en porcentaje; datos mensuales)



Fuentes: Índice Merrill Lynch Global y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen la media ponderada de los tipos de los depósitos de las nuevas operaciones y el coste de financiación mediante valores de renta fija. El valor atípico (2008-2009) se suaviza. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

zona del euro, que incluye la financiación mediante depósitos y emisiones de valores de renta fija, pero excluye la financiación del Eurosistema, se incrementaron de forma constante desde principios de 2010 hasta finales de 2011 (véase gráfico 3)³. El aumento de la aversión al riesgo y la disminución de la confianza en los activos bancarios como consecuencia de la crisis de la deuda soberana dificultaron la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales efectuados en noviembre y en diciembre de 2011 a los costes de financiación de las entidades de crédito, especialmente en algunos países de la zona del euro, en los que los inversores exigían mayores primas de riesgo por la deuda bancaria. En estos países, los costes de financiación mayorista de las entidades de crédito de la zona no han respondido plenamente a las medidas de estímulo monetario. Sin embargo, estas entidades también financian sus actividades mediante depósitos, cuya remuneración se ha reducido ligeramente a lo largo del período en el conjunto de la zona, aunque con situaciones muy diversas en unos países y otros. A finales de 2011, el descenso del coste agregado de la financiación privada reflejó, sobre todo, una reducción del coste de financiación mediante valores de renta fija debido a la mejora de la con-

fianza de los mercados, que estuvo impulsada, en parte, por las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Por lo que respecta a la financiación, desde principios de 2010, a las entidades de crédito de algunos países de la zona del euro les ha resultado cada vez más difícil obtener financiación para sus actividades en los mercados (véase gráfico 4). De hecho, las emisiones de deuda de las IFM, tanto a corto como a largo plazo, se han mantenido en niveles reducidos durante el período. Así, la deuda a corto plazo de las IFM, un componente importante de las fuentes de financiación volátiles, descendió considerablemente entre 2010 y el segundo semestre de 2011. Varios factores contribuyeron a la escasa actividad emisora, que se debió, en parte, al vencimiento de los bonos con aval público, que no se renovaron, y también a los ajustes en las exigencias

3 En el gráfico no se muestra la financiación del Eurosistema. Dado que las entidades de crédito pagan un tipo de interés más reducido por el crédito proporcionado por el Eurosistema, el mayor recurso a la financiación del Eurosistema ha compensado, en parte, el aumento del coste de la financiación privada.

Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

Gráfico 4 Principales pasivos de las entidades de crédito de la zona del euro

(flujos trimestrales en mm de euros, datos desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario)



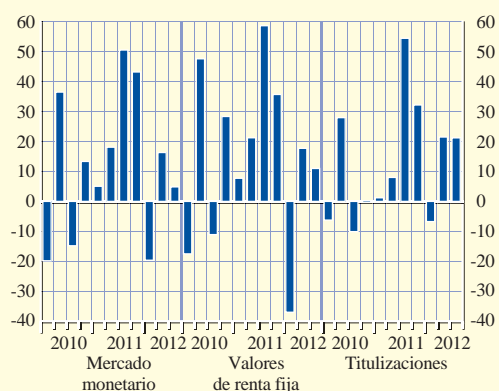
Fuentes: Estadísticas de balance y cálculos del BCE.
 Notas: La información que se presenta comprende a las IFM excluido el Eurosistema. Las fuentes de financiación estables incluyen depósitos del sector no financiero, excluida la Administración Central, depósitos a largo plazo de los intermediarios financieros no monetarios, depósitos de entidades no bancarias no residentes, y valores distintos de acciones a más de un año de las IFM. Las fuentes de financiación volátiles incluyen depósitos de las IFM excluido el Eurosistema, depósitos a corto plazo de los intermediarios financieros no monetarios, depósitos de las Administraciones Centrales, depósitos de entidades de crédito no residentes, y valores distintos de acciones hasta un año de las IFM. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

de liquidez, así como a los cambios en la estructura de financiación de los bancos, propiciados por su deseo de depender en menor medida de la deuda a corto plazo. Además, el nivel de confianza y la aversión al riesgo de los participantes en los mercados de deuda también influyeron. En este contexto, algunas IFM tienen una elevada proporción de valores distintos de acciones a corto plazo en relación con sus emisiones totales, los cuales necesitan renovarse con frecuencia y, por tanto, suponen un mayor riesgo de liquidez. Esta característica estructural, es decir, el patrón de financiación de las entidades de crédito, puede explicar por qué, en algunas ocasiones, los costes de financiación bancaria reaccionaron en distinta medida a perturbaciones equivalentes.

La información procedente de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro que lleva a cabo el Eurosistema con carácter trimestral sugiere que el acceso de las entidades de crédito a la financiación en los mercados se deterioró en 2011 en

Gráfico 5 Condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro

(porcentaje neto de entidades que indicaron un deterioro del acceso a los mercados)



Fuentes: BCE y encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.
 Notas: Los datos del segundo trimestre se basan en las expectativas de los encuestados. El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han deteriorado considerablemente» y «se han deteriorado en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «han mejorado en cierta medida» y «han mejorado considerablemente».

todos sus componentes principales, es decir, el mercado monetario, los valores de renta fija y las titulizaciones (véase gráfico 5). Más concretamente, la crisis de la deuda soberana resultó ser un factor importante que afectó de forma negativa a las condiciones de financiación de las entidades de crédito a finales de 2011⁴.

Aunque es evidente que la crisis de la deuda soberana ha afectado a las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro, resulta muy difícil evaluar el impacto en la economía real de las variaciones en dichas condiciones. Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren que los problemas de financiación del sector bancario de la zona del euro se pro-

4 En la encuesta sobre préstamos bancarios se preguntó a los encuestados acerca del impacto de la deuda soberana en la financiación bancaria. En el último trimestre de 2011, alrededor del 30% de las entidades de la zona del euro, en términos netos, atribuyó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana, en particular debido a i) su impacto en los valores de los activos de garantía; ii) el impacto en sus balances derivado de sus tenencias de bonos soberanos; y iii) otro efectos, como la posición financiera más débil de las Administraciones Públicas o los efectos de contagio a otros activos, incluida la cartera crediticia. En el segundo trimestre de 2012, en promedio, el 22% de las entidades participantes, en términos netos, imputó el deterioro de las condiciones de financiación a la crisis de la deuda soberana (frente a solo el 4% en el primer trimestre de 2012).

pagaron a la gestión de los activos de las entidades de crédito y, por ende, a la economía real. De hecho, los criterios de aprobación de préstamos a las sociedades no financieras se endurecieron a lo largo de 2011, especialmente en algunos países de la zona del euro.

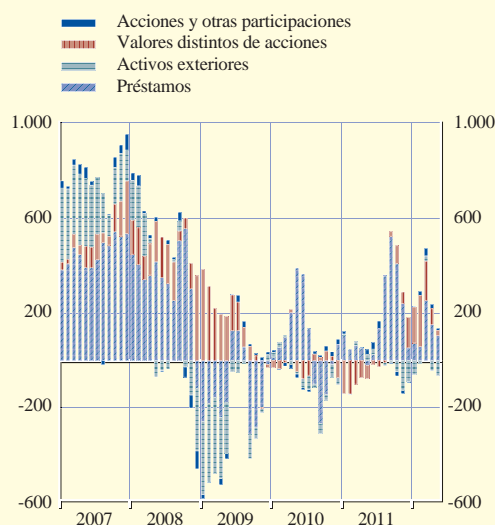
PRESIONES PARA EL DESAPALANCAMIENTO

Durante la crisis de la deuda soberana, las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se deterioraron. Además, las pérdidas por valoración derivadas de los cambios en el valor de sus carteras de deuda soberana redujeron, en algunos casos, el capital de los bancos, lo que obligó al desapalancamiento con el fin de restablecer tanto la solvencia de las entidades de crédito (mediante reducciones de sus activos ponderados por riesgo para contrarrestar la disminución de su ratio de capital regulatorio) como la liquidez bancaria (reduciendo la cantidad de los activos objeto de financiación).

Desde principios de 2010 el nivel de las carteras de activos de las IFM de la zona del euro prácticamente no ha variado; no obstante, se han producido cambios importantes en su composición (véase gráfico 6). En la segunda mitad de 2011, las IFM redujeron sus tenencias de activos exteriores, principalmente recortando sus posiciones acreedoras frente a entidades de crédito no residentes. De hecho, el desapalancamiento se llevó a cabo, sobre todo, rebajando la exposición internacional de las entidades de la zona del euro. Este descenso fue compensado, en gran medida, por un aumento del crédito de las IFM a instituciones distintas de IFM. En el mismo período, los préstamos al sector privado no cayeron en el conjunto de la zona, lo que, no obstante, oculta una evolución dispar entre países. Dos razones explican la resistencia relativa de los préstamos. En primer lugar, el crédito es el elemento principal de la actividad de las IFM de la zona del euro y, en segundo, los préstamos son activos bastante ilíquidos, especialmente con la paralización de los mercados de titulización y sindicados. A finales de 2011, las entidades de crédito acumulaban valores distintos de acciones, emitidos fundamentalmente por el sector de Administraciones Públicas y el sector de otros inter-

Gráfico 6 Operaciones de las IFM desglosadas por principales categorías de activos

(mm de euros; sumas móviles de tres meses; datos desestacionalizados)



Fuentes: Estadísticas de balance y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a abril de 2012. Los datos incluyen al sector de las IFM excluido el Eurosistema.

mediarios financieros y, en menor medida, por las entidades de crédito (en parte, estos valores contaban con aval público). Este hecho coincidió con una redistribución significativa de las carteras, según la cual, en general, las entidades de crédito de la zona del euro adquirieron masivamente valores de renta fija emitidos por sus respectivos Gobiernos y vendieron valores emitidos por los Gobiernos de otros Estados miembros de la UE.

MEDIDAS NO CONVENCIONALES Y FLUJO DEL CRÉDITO A LA ECONOMÍA

Desde el principio de la crisis de la deuda soberana, las presiones sobre la financiación de las entidades de crédito de la zona del euro han sido acusadas, pero no se han traducido en un desapalancamiento importante de los bancos, ya que sus carteras de activos totales se han mantenido estables. Las medidas no convencionales implementadas por el Eurosistema han aliviado parte de las tensiones de financiación de las entidades de crédito de la zona (véase recuadro). El programa del BCE para los mercados de valores (SMP) ha dado lugar a una transferencia parcial al Eurosistema del riesgo derivado de la tenencia de deuda de algunos emisores

soberanos, lo cual ha suavizado la caída del precio de los bonos y, por tanto, ha limitado el efecto de valoración adverso para las entidades de crédito titulares de dichos bonos. Las dos OFPML a tres años, llevadas a cabo por el Eurosistema en diciembre de 2011 y en febrero de 2012, han mitigado considerablemente los riesgos de refinanciación asociados a la deuda bancaria. Las medidas no convencionales también incluyen la ampliación de los activos de garantía del Eurosistema. Los cambios en los activos admitidos como garantía han aliviado algunas preocupaciones acerca de la refinanciación de activos relativamente ilíquidos.

Por el momento, en la mayoría de las economías de la zona del euro las entidades de crédito han seguido proporcionando crédito a la economía en un contexto de debilidad de la demanda, y las presiones para el despalancamiento han originado una reducción de la exposición internacional del sector bancario de la zona del euro. Sin embargo, en algunos países, especialmente aquellos acogidos a un programa de asistencia financiera de la UE y el FMI, el acceso a la financiación bancaria se ha visto obstaculizado por restricciones en la oferta de crédito. Los riesgos para la economía real continúan siendo acusados, ya que el entorno para el sector bancario de la zona del euro sigue siendo difícil. De hecho, recientemente, la intensificación de la incertidumbre relativa a las reacciones políticas y la publicación de datos peores de lo esperado se vieron acompañadas de un empeoramiento de las condiciones de financiación del sector bancario, sobre todo en algunos países.

4 LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA ZONA DEL EURO

Desde 2010, el impacto de la crisis de la deuda soberana sobre las sociedades no financieras de la zona del euro y su intensificación en el segundo semestre de 2011 han tenido su reflejo, principalmente, en un aumento de la heterogeneidad del entorno de financiación en los distintos países de la zona. Esta heterogeneidad es consecuencia, en gran medida, de los diferentes efectos de la crisis en los rendimientos de la deuda soberana en la

zona del euro lo que, a su vez, supone que se propaguen efectos sustancialmente distintos a través de los diferentes canales comentados en la sección 2. Sin embargo, las empresas más grandes de la zona respondieron con una flexibilidad creciente ante los cambios en la disponibilidad de préstamos bancarios, recurriendo a los mercados financieros y utilizando el crédito comercial para cubrir posibles brechas de financiación. En esta sección se presentan con más detalle la evolución del entorno de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro y los efectos de las tensiones derivadas de los mercados de deuda soberana.

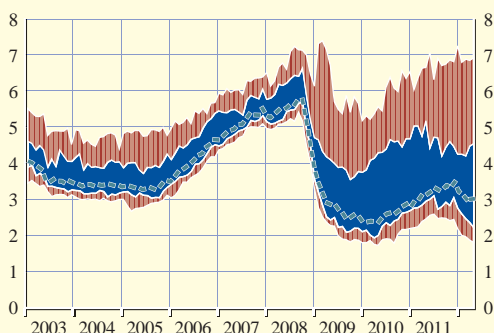
EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA Y LA DISCRIMINACIÓN DE RIESGOS

En cuanto al precio de los préstamos a empresas, los tipos de interés compuestos de los préstamos de la zona del euro a las sociedades no financieras aumentaron de manera constante desde mediados de 2010 hasta finales de 2011, como consecuencia, en gran medida, del impacto de la crisis de la deuda soberana sobre los tipos de interés de referencia y sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito, así como de la reevaluación de los riesgos. Dichos tipos compuestos empezaron a disminuir gradualmente, en términos agregados, a principios de 2012. Esta disminución se produjo tras un descenso de los tipos de interés de mercado y, en particular, después de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE en noviembre y en diciembre de 2011, y tras las medidas monetarias no convencionales anunciadas por el BCE en octubre de 2011, destinadas a aliviar más las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro. Estos ajustes de los tipos de interés agregados aplicados por los bancos a la clientela para adecuarlos a la variación de los tipos de interés oficiales están ampliamente en consonancia con la transmisión, por lo general algo retardada, de las modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE, que depende de una serie de factores estructurales, financieros y cíclicos⁵. Sin embargo, la disminución agregada de los

⁵ Para más información, véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2009.

Gráfico 7 Tipos de interés compuestos aplicados por las IFM a los préstamos a sociedades no financieras en los países de la zona del euro

(en porcentaje)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

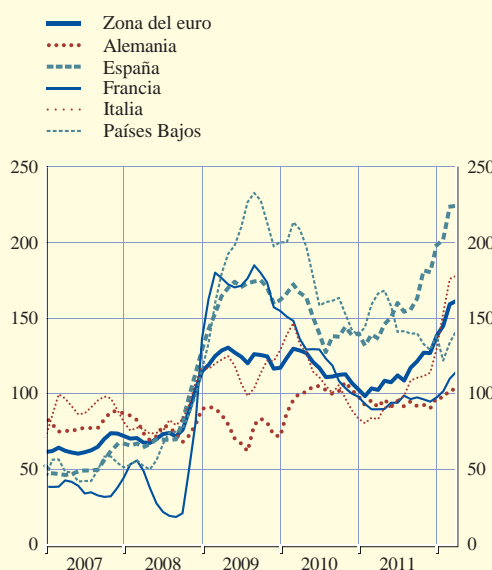
Notas: Los tipos compuestos se agregan utilizando como ponderación los saldos vivos. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en tono rojizo muestra el intervalo y la de tono azul representa el intervalo entre cuartiles. La línea discontinua corresponde a la media de la zona del euro.

tipos de los préstamos a las empresas en la primera mitad de 2012 enmascara las actuales divergencias en la evolución de los tipos de los préstamos entre países (véase gráfico 7). En este sentido, no se observó un alivio significativo en aquellos países más afectados por la reciente intensificación de la crisis de la deuda soberana, donde los efectos procedentes de los canales de propagación descritos anteriormente son especialmente acusados.

Al mismo tiempo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios sugieren, en general, una mayor discriminación de los riesgos por parte de las entidades de crédito a la hora de fijar el precio de los préstamos, siendo creciente el número de bancos que indicaron que habían aumentado los márgenes de los préstamos de mayor riesgo con respecto a los de los préstamos ordinarios. Esto está en línea con la ampliación general del diferencial entre los tipos de interés de los créditos bancarios hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras en la zona del euro en su conjunto desde principios de 2011 (véase gráfico 8), tras la disminución temporal registrada en el segundo semestre de 2010⁶. La diferencia entre el precio de los préstamos para las pequeñas y las grandes empresas, que se deriva principalmente de los distintos riesgos específicos de cada una,

Gráfico 8 Diferencial entre los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y los de más de un millón de euros otorgados por las IFM a las sociedades no financieras

(medias móviles de tres meses; puntos básicos)



Fuentes: BCE y estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM.

pone de manifiesto que las pequeñas empresas tuvieron que hacer frente a unas condiciones más adversas, que fueron especialmente difíciles en los países más afectados por la intensificación de la crisis de la deuda soberana. En parte, estos diferenciales pueden reflejar también el hecho de que las pequeñas y medianas empresas (pymes) dependen en mayor medida de sus respectivos sectores bancarios nacionales y están sujetas a unas condiciones de concesión de crédito más estrictas que las grandes empresas, que tienen un mayor acceso a los mercados financieros mundiales.

FINANCIACIÓN BANCARIA E IMPACTO DE LOS FACTORES DE OFERTA Y DE DEMANDA

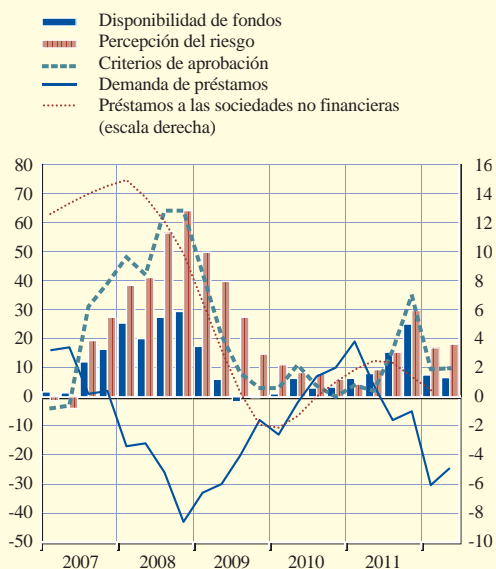
Por lo que respecta al volumen de préstamos, los préstamos bancarios concedidos a las sociedades no financieras solo registraron un débil crecimiento tras recuperarse temporalmente en el segundo semestre de 2010, y las tasas de crecimiento interanual (ajustadas de ventas y titulaciones) cayeron

⁶ Se asume que los créditos hasta un millón de euros se otorgan principalmente a las pymes, y los de importe superior, fundamentalmente a las grandes empresas.

Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

Gráfico 9 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras e indicadores procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentajes netos; tasas de variación interanual)

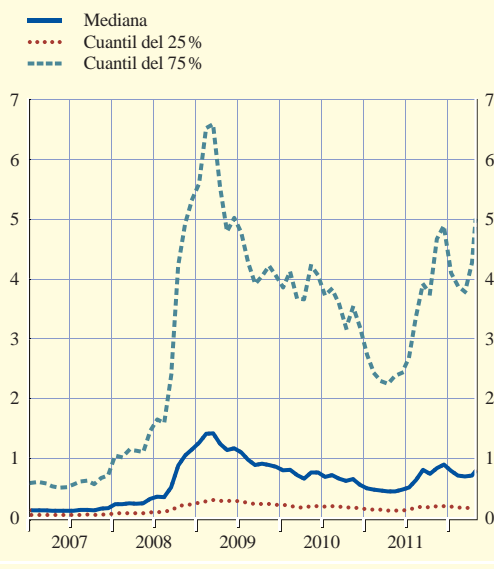


Fuentes: BCE y encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.

desde el 1,6% en enero de 2011 hasta el 0,2% en mayo de 2012 (véase gráfico 9). Fruto de la intensificación de la crisis de la deuda soberana, la evolución de los préstamos fue especialmente tenue en los países más afectados por las tensiones en los mercados soberanos (véase también el gráfico 7 del artículo titulado «Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria»). Esta evolución fue consecuencia, en gran medida, de las necesidades de financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro que, tras una breve recuperación entre mediados de 2010 y principios de 2011, se mantuvieron contenidas en 2011 y en la primera mitad de 2012, principalmente debido a la falta de dinamismo de la actividad económica, al aumento de la incertidumbre en el entorno económico y a la consiguiente menor formación de capital, factores que fueron más acusados sobre todo en el segundo semestre de 2011 por la intensificación de la crisis de la deuda soberana. El incremento general de la incertidumbre estuvo acompañado por un fuerte deterioro de la valoración del riesgo de crédito de las empresas por parte de los mercados, medido, por ejemplo, por las tasas de morosidad

Gráfico 10 Tasa de morosidad esperada de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro

(probabilidad de impago en los próximos doce meses; porcentajes)



Fuentes: Moody's KMV y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se basan en una muestra de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

esperadas, que se elevaron sustancialmente en este período (véase gráfico 10). En los principales países de la zona del euro, este aumento fue especialmente notable en el caso de las empresas italianas y fue menos pronunciado en el caso de las neerlandesas y las alemanas. Al mismo tiempo, la mayor propensión de las empresas a retener beneficios y a utilizar sus reservas acumuladas de efectivo, así como al desapalancamiento general, también influyó en la escasa demanda de financiación externa de las sociedades no financieras.

Además, por el lado de la oferta, frente al bajo grado de endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito entre 2010 y mediados de 2011, su considerable endurecimiento neto en la segunda mitad de 2011 (según la encuesta sobre préstamos bancarios, el 35%, en términos netos, de las entidades encuestadas indicaron un endurecimiento en el cuarto trimestre de 2011, frente al 4% en el primer trimestre) contribuyó al débil dinamismo general de la financiación bancaria de las empresas de la zona del euro (véase gráfico 9), que fue atribuible, en gran medida, a la intensificación de la crisis de

la deuda soberana, la cual tuvo un impacto sustancial en las condiciones de refinanciación de las entidades de crédito, así como en la situación de sus balances y en sus niveles de capital, y, en última instancia, en sus criterios de aprobación del crédito. De hecho, las entidades encuestadas señalaron que las tensiones en los mercados soberanos dieron lugar a un deterioro significativo de sus condiciones de financiación en el último trimestre de 2011, plasmado en problemas de disponibilidad de fondos y de gestión de liquidez, así como a través de otros canales más indirectos. También indicaron que la vulnerabilidad a los riesgos derivados de la crisis de la deuda soberana ha contribuido significativamente al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito.

Esta dinámica remitió, en parte, a principios de 2012 por la considerable caída del número de entidades de crédito que señalaron un endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas en las encuestas sobre préstamos bancarios de abril y de julio de 2012 (el 9 % y el 10 %, respectivamente, en términos netos). Este descenso estuvo muy relacionado con las medidas no convencionales anunciadas por el BCE en octubre de 2011, las dos OFPML a tres años y la ampliación del conjunto de activos de garantía para incluir los créditos. Asimismo, los encuestados indicaron que el impacto negativo de la crisis de la deuda soberana sobre las entidades de crédito fue menos pronunciado en el primer trimestre de 2012, aunque cobró impulso en el segundo trimestre tras el aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro.

En el caso de las pymes se señala una dinámica similar, aunque más acusada, con una disminución especial de los créditos hasta un millón de euros⁷ en el segundo semestre de 2011. El descenso llevó aparejada la percepción de un deterioro adicional en la disponibilidad de préstamos bancarios entre octubre de 2011 y marzo de 2012, según indicaron las pymes en la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro (en términos netos, el 20 % señaló un deterioro, frente al 14 % de la encuesta anterior), y está en consonancia con el

incremento de los diferenciales entre los préstamos hasta un millón de euros y los de importe superior, comentado anteriormente⁸.

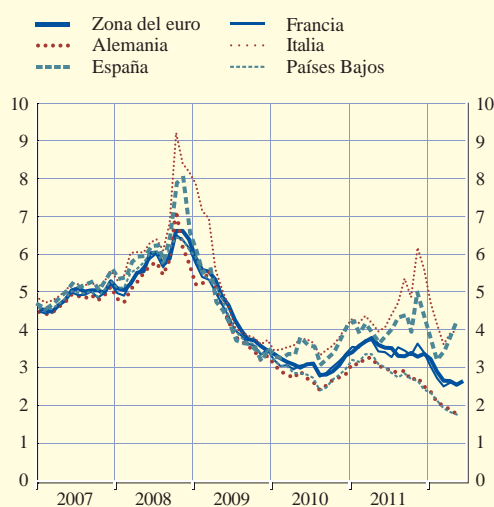
FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS Y DESINTERMEDIACIÓN

En cuanto a la financiación de la deuda de las empresas de la zona del euro en los mercados, el precio de los valores de renta fija se ha moderado, ya que los rendimientos de los bonos de las sociedades no financieras con grado de inversión han disminuido desde noviembre de 2011 (véase gráfico 11). Esta disminución fue considerable, e inicialmente generalizada, y estuvo acompañada de una menor disparidad entre las principales economías de la zona del euro, habiendo caído los rendimientos de los valores de renta fija privada de forma más acusada en Italia y en España que en Alemania y en los Países Bajos. Sin embargo, después del primer trimestre de 2012 volvieron a ampliarse las diferencias

- 7 Los créditos hasta un millón de euros pueden considerarse como una aproximación de los préstamos a las pymes.
8 El 27 de abril de 2012 se publicó un informe completo, cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales en la sección de «Statistics» del sitio web del BCE, en Monetary and Financial Statistics/Surveys/Access to finance of SMEs.

Gráfico 11 Coste de la financiación mediante valores de renta fija: bonos de sociedades no financieras con grado de inversión

(en porcentaje)



Fuentes: Índice Merrill Lynch Global y cálculos del BCE.
Notas: Los datos incluyen la media ponderada basada en los saldos vivos. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012.

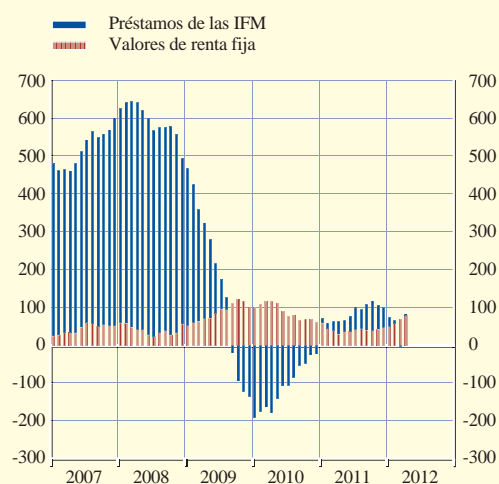
entre los principales países de la zona, con caídas de los rendimientos a nivel agregado a excepción de España e Italia, en un entorno de crecientes tensiones en los mercados soberanos. En el caso de los valores de renta fija privada con calificación inferior al grado de inversión se observó una evolución bastante similar, aunque con un coste de la deuda significativamente más elevado. Además, en estos segmentos, el aumento de los costes fue particularmente pronunciado para las empresas españolas e italianas. De hecho, en el contexto del estancamiento de las perspectivas económicas, es posible que exista una elevada heterogeneidad en el riesgo de propagación en cada país, especialmente en el caso de propagación del riesgo soberano de cada país al sector de las sociedades no financieras, aun cuando las últimas medidas no convencionales anunciadas por el BCE hayan limitado la amenaza de recortes significativos del crédito en la zona del euro.

Existen indicios de que el crédito comercial amortigua parcialmente las necesidades de financiación de las empresas en períodos de acceso reducido a los préstamos bancarios. Además, las sociedades cotizadas han acumulado considerables reservas de efectivo, en especial en Alemania y en Francia, que pueden reflejar, en parte, tenencias de efectivo por motivos de precaución, pues las empresas perciben que las entidades de crédito son menos capaces de proporcionar crédito, o están menos dispuestas a ello, en épocas de crisis financiera.

En cuanto a los volúmenes de financiación de las empresas mediante la emisión de valores de renta fija, tras las fuertes emisiones netas de deuda en la primera mitad de 2010, se registró una desaceleración paulatina, que coincidió con el menor ritmo de descenso de los préstamos bancarios a las empresas (véase gráfico 12). La ralentización de las emisiones netas de deuda por parte de las sociedades de la zona del euro continuó a principios de 2011, mientras que los flujos netos acumulados de préstamos bancarios a las sociedades no financieras permanecieron en terreno positivo. En cambio, las emisiones de deuda repuntaron a finales de 2011, mientras que los préstamos netos acumulados concedidos por las entidades de crédito de la zona del

Gráfico 12 Financiación externa de la deuda de las empresas de la zona del euro a través de los bancos y los mercados

(flujos netos acumulados en un período de doce meses)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

euro cayeron. En conjunto, como se muestra en el gráfico 12, desde que se inició la crisis financiera —y, en especial, desde el segundo semestre de 2009—, se puede observar una relación de sustitución más estrecha entre la evolución de los préstamos bancarios a las empresas de la zona del euro y la de la financiación de la deuda de estas empresas en los mercados. Esta relación sugiere que las grandes empresas de la zona del euro han recurrido crecientemente a los mercados para financiar su deuda y que el acceso a la financiación bancaria ha resultado cada vez más difícil. Estos signos de desintermediación volvieron a manifestarse a finales de 2011, cuando la crisis de la deuda soberana afectó con especial intensidad a las entidades de crédito, deteriorando aún más su capacidad de préstamo. Sin embargo, más recientemente, el endurecimiento neto considerablemente menor de los criterios de aprobación del crédito a empresas por parte de los bancos tras las OFPML a tres años sugiere una disminución de la presión de las condiciones de la oferta de préstamos, que puede reflejarse, en parte, en un crecimiento efectivo de los préstamos, aunque con un cierto desfase temporal, dependiendo del impacto de las presiones más recientes en sentido opuesto procedentes de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

En conjunto, es probable que las necesidades de financiación mediante deuda de las empresas de la zona del euro continúen estando ligeramente contenidas a corto plazo, debido tanto al frágil entorno económico como a la mayor propensión de las empresas a retener beneficios, a reforzar sus tenencias de efectivo y a desapalancarse. Al mismo tiempo, parece que las condiciones de financiación de los prestatarios de mayor riesgo son especialmente sensibles a la evolución de la crisis de la deuda soberana. Además, es probable que las empresas de la zona del euro reaccionen con creciente flexibilidad a los cambios en la disponibilidad de préstamos bancarios, recurriendo a los mercados financieros y utilizando el crédito comercial para cubrir posibles brechas de financiación.

5 LA FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA Y LA FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES

Como en el caso de las sociedades no financieras, la crisis de la deuda soberana y, en especial, su intensificación a mediados de 2011 han acentuado la heterogeneidad del entorno de financiación de los hogares en los distintos países de la zona del euro, sin afectar significativamente al nivel agregado del coste o del volumen de financiación del conjunto de la zona. Esto se debe, en gran medida, a los efectos dispares de dicha crisis sobre los rendimientos de la deuda pública en los países de la zona, que, a su vez, hicieron que los efectos que se propagaron a través de los distintos canales comentados en la sección 2 fueran sustancialmente diferentes. Es importante señalar que los efectos agregados quedaron mitigados por el respaldo de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales implementadas por el BCE y el Eurosistema en su conjunto.

Al mismo tiempo, para comparar el impacto de la crisis de la deuda soberana en las condiciones de financiación de los hogares con su impacto en las sociedades no financieras hay que tener en cuenta algunos aspectos. En primer lugar, la dependencia de los hogares de la zona del euro de las entidades

de crédito para su financiación externa es mucho mayor que en el caso de las sociedades no financieras⁹. En segundo lugar, la integración del mercado de préstamos bancarios a los hogares es considerablemente menor que la del mercado de préstamos a empresas, aunque los mercados de titulización, que están relacionados principalmente con los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, han incrementado su nivel de integración¹⁰. Sin embargo, la crisis de la deuda soberana ha tenido efectos dispares en el entorno de financiación de los hogares de la zona del euro a través de algunos canales, como los que afectan a las condiciones del crédito (precio y condiciones no relacionadas con el precio) y a los volúmenes de préstamo ofrecidos por las entidades como consecuencia de la diversa evolución de los rendimientos de la deuda pública en los distintos países de la zona. De hecho, como se ha comentado anteriormente, los rendimientos de la deuda pública suelen estar altamente correlacionados con los rendimientos de los bonos bancarios y, por consiguiente, con los tipos de interés de los préstamos que aplican las entidades de crédito a los préstamos a hogares. Esta correlación refleja, en gran medida, la transmisión de las variaciones en las condiciones de financiación de las entidades de crédito a los tipos de interés de los préstamos. Otros canales operan mediante cambios en la demanda de crédito e incluyen, por ejemplo, efectos riqueza derivados de los cambios de valoración que afectan al valor nominal de la deuda pública en poder de los hogares.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES DESDE 2010

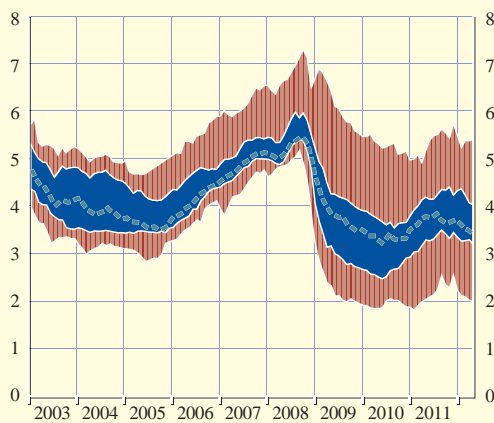
Los tipos de interés de los préstamos a hogares en la zona del euro y la tasa de crecimiento de los préstamos no han variado significativamente, en términos agregados, desde 2010. Por ejemplo, los tipos de interés compuestos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda han fluctuado entre el 3,3% y el 3,9% desde principios de 2010 (véase gráfico 13). La tasa de crecimiento interanual

9 Véase el artículo titulado «Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2009.

10 Véase el informe del Eurosistema titulado «*Financial integration in Europe*», abril de 2012.

Gráfico 13 Tipos de interés compuestos aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en los países de la zona del euro

(en porcentaje)

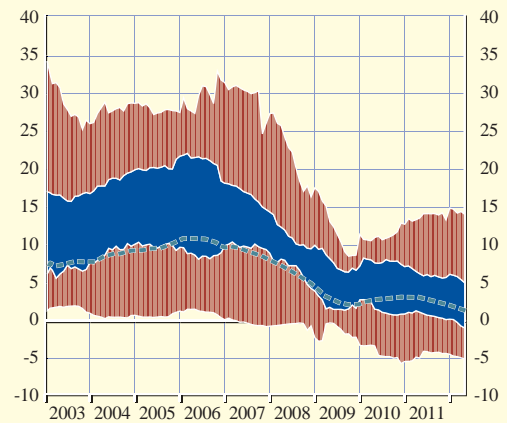


Fuente: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos compuestos se agregan utilizando como ponderación los saldos vivos. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en tono rojizo muestra el intervalo y la de tono azul representa el intervalo entre cuartiles. La línea discontinua corresponde a la media de la zona del euro.

Gráfico 14 Préstamos de las IFM a los hogares en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los datos están ajustados de titulaciones y se supone que todos los préstamos al sector privado titulizados antes de 2009 son préstamos a hogares. La observación más reciente corresponde a mayo de 2012. La zona sombreada en tono rojizo muestra el intervalo y la de tono azul representa el intervalo entre cuartiles. La línea discontinua corresponde a la media de la zona del euro.

de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) aumentó gradualmente desde alrededor del 2% a principios de 2010 hasta el entorno del 3% entre mediados de 2010 y mediados de 2011, y después fue cayendo progresivamente hasta situarse en el 2% a finales de 2011 y en el 1,3% en mayo de 2012 (véase gráfico 14). Al mismo tiempo, la aparente estabilidad relativa de los niveles agregados de los tipos de interés de los préstamos a hogares y del crecimiento de los préstamos en la zona del euro enmascara una evolución dispar en los distintos países. Sin embargo, aunque el grado de heterogeneidad se ha incrementado desde 2010, todavía sigue siendo considerablemente inferior al nivel observado antes de la crisis, especialmente en el período 2004-2006.

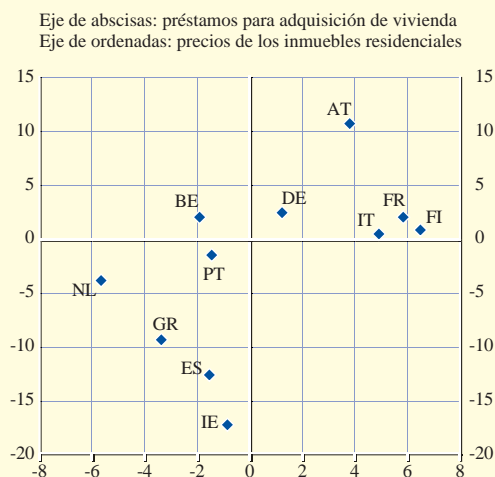
Un hecho notable a este respecto es que las contribuciones relativas de los distintos países de la zona del euro al crecimiento de los préstamos a hogares en la zona han variado significativamente en los últimos años. Antes de la crisis financiera, el crecimiento de los préstamos a hogares, en particular en España y en algunos países acogidos a programas de asistencia financiera de la UE y el

FMI, se caracterizaba por registrar tasas de avance de dos dígitos como consecuencia del auge del mercado de la vivienda. Estas tasas disminuyeron considerablemente a partir de 2008 y pasaron a ser negativas en 2010. Los descensos reflejan, en gran medida, la necesidad de corregir excesos del pasado y están en consonancia con la evolución del precio de la vivienda en dichos mercados (véase gráfico 15). En cambio, desde 2010, el crecimiento de los préstamos a hogares en la zona del euro ha estado cada vez más impulsado por la contribución de los países que anteriormente experimentaron un crecimiento crediticio más moderado, como Francia, en parte gracias a los planes de apoyo público. Además, en Alemania, aunque la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales se encuentra actualmente en un nivel alto en términos históricos, este nivel no es extraordinario si se considera desde la perspectiva de la zona del euro, o en comparación con el nivel de los préstamos para adquisición de vivienda.

Además de estos efectos de reajuste en la composición del crecimiento de los préstamos a hogares en la zona del euro, la estabilidad relativa de los

Gráfico 15 Préstamos de las IFM para adquisición de vivienda y precios de la vivienda en los países de la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

Notas: Los datos corresponden al primer trimestre de 2012, salvo en el caso de Bélgica (cuarto trimestre de 2011) y de Italia (segundo semestre de 2011).

tipos de interés y del crecimiento de estos préstamos en la zona del euro puede atribuirse, en parte, al impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE durante la crisis, que han ayudado, hasta cierto punto, a proteger a los hogares de la zona de los efectos negativos de las distorsiones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria¹¹. En consecuencia, con algunas excepciones, entre las que se encuentran sobre todo los países acogidos a programas de asistencia financiera de la UE y el FMI, el efecto de dichas distorsiones en el mecanismo de transmisión sobre los volúmenes y los tipos de interés de los préstamos a hogares ha sido limitado.

Al mismo tiempo, la intensificación de las tensiones en los mercados de deuda soberana en el segundo semestre de 2011, que dificultaron cada vez más el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación en los mercados, dio lugar a un aumento del riesgo de reducción de los préstamos a hogares por parte de las entidades de crédito en algunos países de la zona. Este riesgo pareció empezar a materializarse hacia finales de 2011 y tuvo su reflejo, por ejemplo, en las amortizaciones netas de préstamos de las IFM a

los hogares observadas en diciembre de 2011. Sin embargo, las nuevas medidas no convencionales anunciadas en el último trimestre de 2011, y especialmente las OFPML a tres años, han aliviado las presiones de financiación sobre las entidades de crédito de la zona del euro, ayudando así a reducir el riesgo de desapalancamiento desordenado del sector bancario.

FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES E IMPACTO DE LOS FACTORES DE OFERTA Y DE DEMANDA

Aun teniendo en cuenta la necesidad de corregir excesos pasados en relación con los préstamos a hogares, en la actualidad el crecimiento de estos préstamos es relativamente tenue en términos históricos, probablemente debido tanto a la débil demanda de crédito como a las restricciones en la oferta de crédito bancario.

Aunque es difícil cuantificar la fuerza de los distintos factores que determinan la oferta y la demanda de préstamos, y las estimaciones asociadas están rodeadas de una elevada incertidumbre, se puede obtener evidencia cualitativa de los indicadores procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios, que proporcionan información sobre la demanda de préstamos y sobre los criterios de aprobación del crédito que aplican las entidades bancarias. El endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito señalado en dicha encuesta puede considerarse, en una primera aproximación, un indicador de la influencia de las condiciones de oferta en la evolución de los préstamos, aunque esta serie incluye distintos factores («percepciones del riesgo», «disponibilidad de fondos» y «competencia»), algunos de los cuales —como el de «percepciones del riesgo»— también pueden verse afectados por las condiciones de demanda. En cambio, el factor de «disponibilidad de fondos» puede interpretarse como un factor de oferta «puro» (en el sentido de que sirve de aproximación del «canal del crédito bancario» para la transmisión de la política monetaria). La evidencia sugiere que, tras disminuir en 2009 y en la primera mitad de 2010, el endurecimiento neto

¹¹ Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2011.

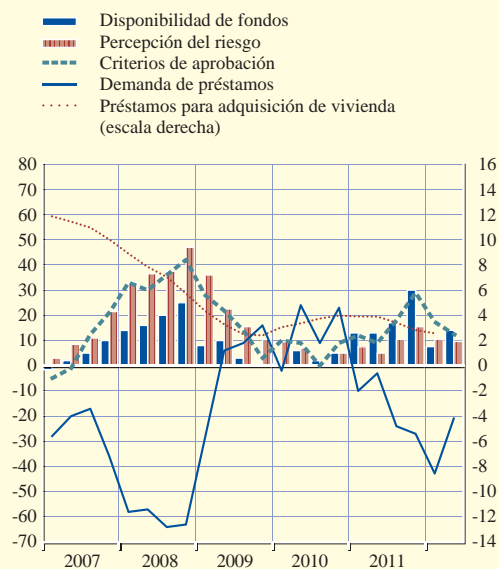
Evaluación de las condiciones de financiación del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana

de los criterios de aprobación del crédito aumentó significativamente, en especial en 2011, con la intensificación de la crisis de la deuda soberana. El mayor endurecimiento en 2011 se vio impulsado, principalmente, por la preocupación de las entidades de crédito en torno a la disponibilidad de fondos, tanto para préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 16) como para crédito al consumo. Esto indica que es posible que las restricciones de oferta «puras» explicaran una parte no despreciable de la atonía de la actividad crediticia de las entidades de crédito. Aunque el mayor endurecimiento neto de los criterios de concesión fue menos acusado en el caso del crédito al consumo, debe tenerse en cuenta que el crecimiento de estos préstamos ha sido negativo durante gran parte de los tres últimos años. Al mismo tiempo, la importancia de la evolución de la demanda de préstamos queda reflejada en el correspondiente indicador de la encuesta sobre préstamos bancarios, que registró una acusada caída en 2011 y en el primer trimestre de 2012, y una contracción más leve en el segundo trimestre del año. Otras fuentes de información complementarias, como la encuesta de opinión de los consumidores de la Comisión Europea, así como las estimaciones basadas en modelos, confirman que los factores de oferta han producido posiblemente un impacto adverso en el crecimiento de los préstamos a hogares desde 2010, pero también que la escasa demanda crediticia ha sido un factor moderador considerable¹². La debilidad de la demanda de crédito por parte de los hogares también explica la relativa estabilidad y moderación de las condiciones de financiación de los hogares observadas desde 2010.

De cara al futuro, por una parte, la necesidad de corregir excesos pasados en algunos países sigue siendo un factor importante que posiblemente frene el crecimiento de los préstamos a hogares en la zona del euro; por otra, es probable que el pleno impacto de las medidas no convencionales más recientes sobre los tipos de interés y el crecimiento de los préstamos a hogares tarde varios meses en materializarse. Sin embargo, para que las medidas sean totalmente eficaces, deben reunirse algunas condiciones, en particular, que se recupere la

Gráfico 16 Préstamos de las IFM a los hogares para adquisición de vivienda e indicadores procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios

(porcentajes netos; tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y encuesta sobre préstamos bancarios del Eurosistema.

demanda de préstamos, con una mejora sostenida del entorno económico general y una reducción permanente de la incertidumbre económica, vinculada, entre otros factores, a la solvencia de los emisores soberanos de la zona del euro y a la mejora sostenible del nivel de capital de las entidades de crédito.

6 CONCLUSIONES

Desde el comienzo de la crisis financiera en 2007, la zona del euro ha sufrido una serie de perturbaciones financieras adversas que han afectado al funcionamiento de la intermediación crediticia y financiera en la zona. La aparición de la crisis de la deuda soberana a principios de 2010 acrecentó las vulnerabilidades del sistema bancario de la zona del euro y generó graves tensiones en varios segmentos del mercado, con el riesgo, en última instancia, de limitar la provisión de financiación a

12 Véase, por ejemplo, la evidencia presentada en el recuadro titulado «Factores que afectan a los préstamos al sector privado y a las perspectivas a corto plazo de la evolución monetaria y crediticia», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2012.

los hogares y a las empresas. Por tanto, el carácter multidimensional de la crisis actual ha complicado el análisis de las condiciones de financiación.

La evaluación de las condiciones de financiación en la zona del euro en el entorno de la crisis de la deuda soberana exige el examen de varios aspectos relacionados entre sí. El primero y más importante es que las condiciones de financiación y del balance del sistema bancario constituyen un factor determinante clave de la oferta de crédito a la economía. Desde 2010 las tensiones en los mercados de deuda pública han provocado efectos de contagio significativos al riesgo de liquidez bancaria y a los costes de financiación y han reforzado las presiones para el desapalancamiento en muchas jurisdicciones. Existen interdependencias significativas entre las entidades de crédito y los Gobiernos, tanto a través de las exposiciones en el balance como de las exposiciones por créditos contingentes, que acentúan la propagación macroeconómica de las tensiones bancarias o en los mercados soberanos. Dada la situación actual, la oferta de crédito bancario sigue siendo muy vulnerable a un resurgimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana.

El segundo aspecto es la persistente heterogeneidad entre países: dada la fragmentación de algunos segmentos del mercado y el obstáculo que supone para la integración del sector bancario europeo, los indicadores para el conjunto de la zona del euro pueden enmascarar evoluciones específicas en cada país, así como el deterioro de los canales de transmisión de la política monetaria, con consecuencias potencialmente adversas para la economía real en dichos países.

El tercer aspecto que merece especial atención al evaluar las condiciones de financiación durante la crisis de la deuda soberana es la identificación de factores de oferta y de demanda en la intermediación crediticia en el entorno de las correspondientes interacciones entre el sistema financiero y la economía real. Las sociedades no financieras y los hogares de algunos países de la zona del euro tendrán que desapalancarse para reducir su deuda con el tiempo y corregir excesos pasados. Sin embargo, en combinación con la correspondiente necesidad de desapalancamiento de las entidades de crédito, esto podría crear círculos viciosos. Las grandes empresas con acceso a los mercados y a otras fuentes de financiación pueden solventar las restricciones sobre los préstamos bancarios; sin embargo, a los hogares y a las pequeñas empresas les resulta considerablemente más difícil.

El cuarto aspecto es el impacto de las medidas no convencionales adoptadas por el BCE y el Eurosistema en su conjunto: los efectos de contagio de la crisis de la deuda soberana al entorno de financiación de la zona del euro fueron significativos y deterioraron el canal de transmisión de la política monetaria en algunas fases de la cadena de intermediación financiera, lo que indujo al BCE a adoptar decisiones para implementar medidas de política monetaria no convencionales. Estas medidas han ayudado claramente a evitar un desapalancamiento desordenado, con posibles consecuencias negativas para el conjunto de la economía, y, por tanto, han protegido en cierta medida a los hogares y a las sociedades no financieras de los efectos de la crisis. Al mismo tiempo, las medidas deben ir acompañadas de actuaciones por parte de los Gobiernos para atajar las causas subyacentes de la crisis.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO		
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
I	ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA	
1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9
2	DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	
2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversiones de la zona del euro	S22
2.9	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	S23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	S24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la zona del euro	S25
3	CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO	
3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Cuentas no financieras de la zona del euro	S30
3.3	Hogares	S32
3.4	Sociedades no financieras	S33
3.5	Empresas de seguros y fondos de pensiones	S34
4	MERCADOS FINANCIEROS	
4.1	Valores distintos de acciones por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S35
4.2	Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S36
4.3	Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro	S38
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro	S42
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S44
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S45
4.8	Índices bursátiles	S46
5	PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

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

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2),3)}	M3 ^{2),3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,2	0,81	3,36
2011	2,0	2,3	2,2	-	2,4	0,9	1,39	2,65
2011 III	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,5	1,56	2,48
IV	1,9	2,1	2,2	-	2,1	-0,4	1,50	2,65
2012 I	2,3	2,5	2,5	-	0,9	0,4	1,04	2,60
II	2,7	2,8	3,0	-	0,1	.	0,69	2,32
2012 Feb	2,6	2,8	2,8	2,8	0,8	0,4	1,05	2,59
Mar	2,8	3,0	3,2	2,9	0,6	2,2	0,86	2,60
Abr	1,8	2,5	2,6	2,9	0,2	3,0	0,74	2,47
May	3,3	2,9	3,1	3,0	-0,1	3,2	0,68	1,89
Jun	3,5	3,0	3,2	.	-0,2	.	0,66	2,32
Jul	.	.	.	.	.	.	0,50	1,87

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

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

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 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010	-0,4	15,1	51,2	591,2	-13,4	120,3	103,6	101,6	1,3257
2011	8,4	4,9	156,9	667,1	-12,1	120,6	103,4	100,7	1,3920
2011 III	4,4	2,8	15,8	646,6	-13,1	122,4	103,5	100,6	1,4127
IV	40,8	14,6	-59,4	667,1	-11,5	120,6	102,1	99,4	1,3482
2012 I	-4,1	5,3	-82,4	671,2	-11,0	121,0	99,5	97,0	1,3108
II	.	.	.	701,5	.	.	98,2	95,9	1,2814
2012 Feb	-1,6	3,3	8,5	696,4	.	.	99,6	97,2	1,3224
Mar	9,6	10,2	-50,9	671,2	.	.	99,8	97,4	1,3201
Abr	1,7	5,4	-8,3	679,7	.	.	99,5	97,2	1,3162
May	-1,1	6,3	38,9	695,7	.	.	98,0	95,7	1,2789
Jun	.	.	.	701,5	.	.	97,2	94,9	1,2526
Jul	.	.	.	.	.	.	95,3	93,0	1,2288

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

	29 junio 2012	6 julio 2012	13 julio 2012	20 julio 2012	27 julio 2012
Oro y derechos en oro	433.779	433.779	433.780	433.779	433.777
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	260.867	261.048	261.355	261.449	260.373
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	51.856	54.213	55.500	52.707	57.547
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.455	16.874	17.210	15.694	15.923
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	1.260.858	1.243.549	1.248.517	1.241.265	1.207.579
Operaciones principales de financiación	180.378	163.629	163.707	156.752	130.669
Operaciones de financiación a plazo más largo	1.079.725	1.078.273	1.083.736	1.083.736	1.075.498
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	706	1.347	696	740	1.184
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	48	299	378	37	227
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	186.363	184.197	186.975	179.215	225.939
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	602.322	601.781	602.493	602.133	601.840
Valores mantenidos con fines de política monetaria	281.046	281.261	281.511	280.928	280.840
Otros valores	321.276	320.520	320.982	321.205	321.000
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	30.092	30.041	30.041	30.041	30.041
Otros activos	258.637	259.523	263.775	263.466	261.124
Total activo	3.102.227	3.085.006	3.099.646	3.079.749	3.094.144

2. Pasivo

	29 junio 2012	6 julio 2012	13 julio 2012	20 julio 2012	27 julio 2012
Billetes en circulación	893.740	897.508	897.671	896.376	897.332
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	1.105.531	1.100.607	1.081.996	1.056.719	1.066.884
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	116.654	91.789	479.749	493.000	515.712
Facilidad de depósito	772.855	795.203	386.826	349.434	337.025
Depósitos a plazo	210.500	210.500	211.500	211.500	211.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	5.522	3.116	3.922	2.784	2.647
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	3.714	6.592	6.572	3.682	3.827
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	158.474	147.342	145.779	158.044	152.124
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	149.908	139.707	172.236	173.154	184.990
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.291	3.994	4.869	5.905	5.426
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.552	9.707	10.022	8.438	8.954
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	56.886	56.886	56.886	56.886	56.886
Otros pasivos	225.543	227.074	228.028	224.957	222.132
Cuentas de revalorización	409.840	409.840	409.840	409.840	409.840
Capital y reservas	85.748	85.748	85.749	85.749	85.749
Total pasivo	3.102.227	3.085.006	3.099.646	3.079.749	3.094.144

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde: ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja		Variación	Nivel	Variación	
	Nivel	Variación	Nivel				Nivel
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 Ene	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 Jul	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación									
2012 25 Abr	46.369	82	46.369	1,00	-	-	-	7	
2 May	34.420	77	34.420	1,00	-	-	-	7	
9	39.287	80	39.287	1,00	-	-	-	7	
16	42.988	84	42.988	1,00	-	-	-	7	
23	37.852	84	37.852	1,00	-	-	-	7	
30	51.176	87	51.176	1,00	-	-	-	7	
6 Jun	119.370	96	119.370	1,00	-	-	-	7	
13	131.747	94	131.747	1,00	-	-	-	7	
20	167.253	101	167.253	1,00	-	-	-	7	
27	180.378	105	180.378	1,00	-	-	-	7	
4 Jul	163.629	92	163.629	1,00	-	-	-	7	
11	163.707	90	163.707	0,75	-	-	-	7	
18	156.752	98	156.752	0,75	-	-	-	7	
25	130.669	98	130.669	0,75	-	-	-	7	
1 Ago	132.768	97	132.768	0,75	-	-	-	7	
Operaciones de financiación a plazo más largo									
2012 1 Mar	6.496	30	6.496	1,00	-	-	-	91	
1 ⁵⁾⁶⁾	529.531	800	529.531	-	-	-	-	1.092	
14	9.754	19	9.754	1,00	-	-	-	28	
29	25.127	48	25.127	1,00	-	-	-	91	
11 Abr	11.389	20	11.389	1,00	-	-	-	28	
26 ⁵⁾	21.338	39	21.338	-	-	-	-	91	
9 May	12.988	20	12.988	1,00	-	-	-	35	
31 ⁵⁾	8.307	33	8.307	-	-	-	-	91	
13 Jun	18.905	21	18.905	1,00	-	-	-	28	
28 ⁵⁾	26.295	50	26.295	-	-	-	-	91	
11 Jul	24.398	27	24.398	0,75	-	-	-	28	
26 ⁵⁾	8.450	36	8.450	-	-	-	-	98	

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	Tipo medio ponderado	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 25 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	411.451	70	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
2 May	Captación de depósitos a plazo fijo	389.405	58	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
9	Captación de depósitos a plazo fijo	441.270	74	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
16	Captación de depósitos a plazo fijo	468.092	75	214.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	459.846	70	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
30	Captación de depósitos a plazo fijo	420.004	66	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
6 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	420.651	71	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
13	Captación de depósitos a plazo fijo	318.560	72	212.000	-	-	1,00	0,26	0,26	7
20	Captación de depósitos a plazo fijo	387.534	66	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
27	Captación de depósitos a plazo fijo	288.426	62	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
4 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	398.078	73	210.500	-	-	1,00	0,26	0,26	7
11	Captación de depósitos a plazo fijo	424.810	95	211.500	-	-	0,75	0,03	0,02	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	440.138	78	211.500	-	-	0,75	0,02	0,02	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	397.541	69	211.500	-	-	0,75	0,02	0,01	7
1 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	463.066	72	211.500	-	-	0,75	0,02	0,01	7

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 iniciadas 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 períodos de las posiciones diarias, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

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

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo ¹⁾		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8
2012 Ene	19.111,4	9.901,1	684,7	2.784,2	1.343,8	4.397,7
Feb	19.090,1	9.870,4	700,9	2.768,7	1.356,6	4.393,6
Mar	19.178,8	9.981,7	725,5	2.758,8	1.336,0	4.376,8
Abr	19.172,3	10.013,4	726,5	2.736,0	1.349,9	4.346,5
May	19.253,7	10.031,7	716,1	2.736,6	1.406,7	4.362,6

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012 13 Mar	104,3	108,9	4,6	0,0	1,00
10 Abr	105,4	109,6	4,3	0,0	1,00
8 May	105,2	110,5	5,3	0,0	1,00
12 Jun	106,6	110,8	4,2	0,0	1,00
10 Jul	106,9	111,5	4,6	0,0	1,00
7 Ago	107,0	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾				Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012 14 Feb	698,3	120,6	683,6	2,3	282,4	489,0	218,5	870,1	100,1	1,6	108,1	1.467,1
13 Mar	688,2	89,1	860,1	2,2	288,1	621,0	219,5	868,8	129,0	-19,4	108,9	1.598,6
10 Abr	667,6	56,4	1.093,4	3,0	280,6	771,3	215,8	871,2	146,3	-13,3	109,6	1.752,1
8 May	659,3	47,0	1.088,7	1,0	281,3	771,4	214,0	872,7	137,1	-28,5	110,5	1.754,6
12 Jun	656,8	58,1	1.071,0	1,6	281,1	770,8	212,8	880,8	117,8	-24,2	110,8	1.762,3
10 Jul	666,7	160,7	1.074,9	1,8	280,7	770,6	210,9	892,5	138,8	60,6	111,5	1.774,6

Fuente: BCE.

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,3	2.728,5	18,0	1,0	2.709,5	717,2	556,9	10,1	150,2	-	20,3	779,2	8,1	447,0
2012 I	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
II ^(p)	5.572,7	3.656,6	17,0	1,0	3.638,7	730,1	569,9	10,1	150,0	-	20,9	793,8	8,2	363,2
2012 Mar	5.238,2	3.289,9	18,0	1,0	3.270,9	744,4	578,0	10,6	155,9	-	21,0	774,4	8,1	400,5
Abr	5.252,9	3.345,0	17,4	1,0	3.326,6	738,3	572,2	10,9	155,2	-	21,0	789,8	8,1	350,8
May	5.424,4	3.500,7	17,4	1,0	3.482,3	732,6	566,3	11,0	155,2	-	20,5	811,1	8,1	351,5
Jun ^(p)	5.572,7	3.656,6	17,0	1,0	3.638,7	730,1	569,9	10,1	150,0	-	20,9	793,8	8,2	363,2
IFM, excluido el Eurosistema														
2010	32.205,6	17.761,3	1.217,9	11.026,1	5.517,3	4.948,9	1.524,2	1.538,3	1.886,4	59,9	1.233,1	4.320,9	223,5	3.657,9
2011	33.538,3	18.481,9	1.159,6	11.161,5	6.160,7	4.765,2	1.395,8	1.517,7	1.851,7	50,2	1.211,8	4.253,0	232,3	4.544,0
2012 I	33.782,9	18.629,6	1.137,5	11.161,2	6.330,9	4.964,4	1.528,3	1.517,1	1.919,1	60,5	1.231,5	4.258,4	220,9	4.417,4
II ^(p)	34.211,8	18.672,4	1.168,0	11.188,6	6.315,9	4.908,2	1.587,5	1.453,2	1.867,6	63,7	1.203,8	4.295,2	220,9	4.847,6
2012 Mar	33.782,9	18.629,6	1.137,5	11.161,2	6.330,9	4.964,4	1.528,3	1.517,1	1.919,1	60,5	1.231,5	4.258,4	220,9	4.417,4
Abr	33.886,0	18.619,5	1.142,1	11.154,4	6.322,9	4.935,5	1.527,3	1.510,7	1.897,6	60,8	1.242,1	4.266,1	221,5	4.540,4
May	34.811,1	18.636,3	1.143,9	11.172,9	6.319,6	4.944,1	1.546,8	1.510,0	1.887,3	62,0	1.225,1	4.388,0	221,7	5.333,8
Jun ^(p)	34.211,8	18.672,4	1.168,0	11.188,6	6.315,9	4.908,2	1.587,5	1.453,2	1.867,6	63,7	1.203,8	4.295,2	220,9	4.847,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ⁴⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁵⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ³⁾
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011	4.700,3	913,7	2.609,0	63,8	12,1	2.533,1	-	0,0	481,2	285,3	411,1
2012 I	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
II ^(p)	5.572,7	918,9	3.425,9	142,4	11,3	3.272,2	-	0,0	519,6	284,9	423,4
2012 Mar	5.238,2	894,8	3.219,6	136,0	9,2	3.074,4	-	0,0	508,8	208,1	406,9
Abr	5.252,9	898,8	3.212,9	100,7	10,6	3.101,6	-	0,0	517,4	212,9	410,9
May	5.424,4	908,1	3.324,0	110,4	9,9	3.203,8	-	0,0	522,0	255,9	414,4
Jun ^(p)	5.572,7	918,9	3.425,9	142,4	11,3	3.272,2	-	0,0	519,6	284,9	423,4
IFM, excluido el Eurosistema											
2010	32.205,6	-	16.513,5	196,2	10.542,5	5.774,7	612,3	4.848,0	2.045,5	4.213,7	3.972,5
2011	33.538,3	-	17.265,1	195,5	10.750,9	6.318,7	570,5	5.008,2	2.231,1	3.803,0	4.660,5
2012 I	33.782,9	-	17.468,5	192,5	10.805,4	6.470,7	558,5	5.066,5	2.259,7	3.939,2	4.490,4
II ^(p)	34.211,8	-	17.658,5	191,8	10.838,7	6.628,0	560,7	4.995,1	2.282,3	3.880,1	4.835,1
2012 Mar	33.782,9	-	17.468,5	192,5	10.805,4	6.470,7	558,5	5.066,5	2.259,7	3.939,2	4.490,4
Abr	33.886,0	-	17.489,5	189,1	10.807,4	6.493,0	568,0	5.037,7	2.248,5	3.974,0	4.568,2
May	34.811,1	-	17.558,6	206,8	10.808,7	6.543,0	581,6	5.025,1	2.250,0	4.034,8	5.361,1
Jun ^(p)	34.211,8	-	17.658,5	191,8	10.838,7	6.628,0	560,7	4.995,1	2.282,3	3.880,1	4.835,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	25.762,1	12.263,6	1.236,5	11.027,1	3.497,4	1.949,7	1.547,7	800,6	5.005,0	231,5	3.964,1
2011	26.767,5	12.340,1	1.177,6	11.162,5	3.480,5	1.952,7	1.527,8	739,4	5.032,2	240,4	4.934,8
2012 I	26.737,2	12.317,7	1.155,5	11.162,2	3.633,9	2.106,2	1.527,6	755,9	5.032,8	229,0	4.768,0
II ^(p)	27.204,4	12.374,5	1.185,0	11.189,5	3.620,7	2.157,4	1.463,3	731,5	5.088,9	229,1	5.159,7
2012 Mar	26.737,2	12.317,7	1.155,5	11.162,2	3.633,9	2.106,2	1.527,6	755,9	5.032,8	229,0	4.768,0
Abr	26.828,4	12.314,9	1.159,5	11.155,4	3.621,1	2.099,4	1.521,6	767,0	5.055,9	229,6	4.840,0
May	27.782,4	12.335,2	1.161,3	11.173,9	3.634,2	2.113,1	1.521,1	750,6	5.199,1	229,9	5.633,5
Jun ^(p)	27.204,4	12.374,5	1.185,0	11.189,5	3.620,7	2.157,4	1.463,3	731,5	5.088,9	229,1	5.159,7
Operaciones											
2010	575,8	409,9	203,3	206,5	139,4	140,4	-1,0	5,7	-112,5	2,4	130,8
2011	1.029,4	60,4	-55,6	116,0	125,3	149,3	-24,0	-30,2	-37,1	7,8	903,0
2012 I	106,7	-0,2	-21,2	21,1	153,7	149,8	3,9	19,3	69,0	-12,2	-122,4
II ^(p)	447,8	53,4	32,2	21,3	-3,0	40,3	-43,3	-11,7	-66,8	0,1	475,6
2012 Mar	-174,7	-1,7	-2,8	1,1	23,8	35,4	-11,6	12,6	33,2	-3,8	-238,9
Abr	128,0	-1,5	7,0	-8,4	-8,7	-3,5	-5,2	20,8	-12,8	0,6	129,5
May	835,4	6,7	1,7	5,0	28,4	28,9	-0,4	-9,6	24,4	0,3	785,2
Jun ^(p)	-515,5	48,1	23,5	24,7	-22,7	14,9	-37,7	-22,9	-78,3	-0,8	-439,0

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2010	25.762,1	808,6	264,2	10.551,2	552,4	2.823,0	2.022,9	4.367,5	4.344,2	28,2
2011	26.767,5	857,5	259,3	10.763,0	520,3	3.006,4	2.219,6	4.088,3	5.071,5	-18,5
2012 I	26.737,2	844,9	328,5	10.814,6	498,0	2.991,6	2.271,9	4.147,3	4.897,3	-56,7
II ^(p)	27.204,4	867,8	334,2	10.850,0	497,0	2.977,5	2.308,7	4.165,0	5.258,5	-54,4
2012 Mar	26.737,2	844,9	328,5	10.814,6	498,0	2.991,6	2.271,9	4.147,3	4.897,3	-56,7
Abr	26.828,4	847,6	289,8	10.818,0	507,1	2.985,0	2.269,8	4.187,0	4.979,1	-54,9
May	27.782,4	856,3	317,2	10.818,6	519,6	2.982,5	2.277,0	4.290,6	5.775,6	-55,1
Jun ^(p)	27.204,4	867,8	334,2	10.850,0	497,0	2.977,5	2.308,7	4.165,0	5.258,5	-54,4
Operaciones										
2010	575,8	38,6	11,8	332,7	-98,5	39,4	99,8	-26,2	143,2	35,0
2011	1.029,4	49,1	-0,8	167,8	-29,1	50,7	137,8	-198,7	899,2	-46,6
2012 I	106,7	-12,4	69,3	58,5	19,8	-0,4	17,8	116,8	-153,1	-9,6
II ^(p)	447,8	22,8	8,1	38,4	-0,6	-48,8	47,7	-75,5	476,9	-21,1
2012 Mar	-174,7	2,4	-13,8	23,9	10,7	7,4	9,6	58,4	-250,2	-23,3
Abr	128,0	2,7	-36,3	-5,4	9,2	-13,6	4,1	13,9	152,4	0,9
May	835,4	8,7	27,4	11,2	12,6	-35,1	17,8	12,3	803,2	-22,8
Jun ^(p)	-515,5	11,4	17,0	32,5	-22,4	-0,1	25,8	-101,8	-478,7	0,7

Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

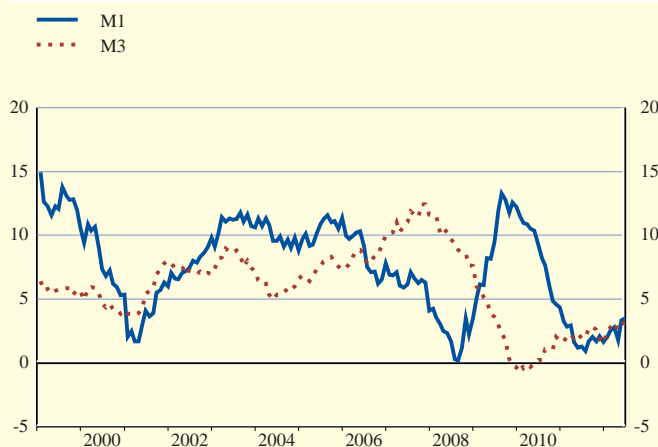
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				5	M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	M2		M3-M2	Préstamos					Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	11		
	M1	M2-M1									3		4	6	7	8	9	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	1.130,4	9.539,9	-	7.292,8	3.212,9	13.394,7	11.048,8	-	623,4
2011	4.785,9	3.804,8	8.590,6	1.149,7	9.740,3	-	7.680,3	3.156,7	13.449,9	11.185,0	-	929,7
2012 I	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.155,2	9.880,9	-	7.662,0	3.258,8	13.473,3	11.182,9	-	903,9
II ^(p)	4.893,0	3.884,2	8.777,2	1.150,2	9.927,4	-	7.620,0	3.309,8	13.358,3	11.156,1	-	910,3
2012 Mar	4.848,3	3.877,3	8.725,6	1.155,2	9.880,9	-	7.662,0	3.258,8	13.473,3	11.182,9	-	903,9
Abr	4.793,8	3.900,2	8.694,1	1.140,7	9.834,7	-	7.664,5	3.246,1	13.414,1	11.163,4	-	900,1
May	4.872,2	3.884,9	8.757,1	1.150,3	9.907,4	-	7.642,9	3.263,8	13.420,4	11.165,0	-	938,4
Jun ^(p)	4.893,0	3.884,2	8.777,2	1.150,2	9.927,4	-	7.620,0	3.309,8	13.358,3	11.156,1	-	910,3
Operaciones												
2010	195,9	-10,0	185,9	-23,9	162,0	-	251,2	344,0	211,6	207,8	264,7	-85,7
2011	77,6	76,4	154,0	-6,5	147,5	-	207,7	92,3	62,8	116,8	143,3	161,6
2012 I	65,8	74,0	139,8	42,5	182,2	-	-29,9	99,4	51,7	19,2	28,6	-15,3
II ^(p)	36,7	0,0	36,7	19,6	56,3	-	-71,4	43,1	-88,0	-32,9	-34,1	-23,2
2012 Mar	29,0	10,9	39,9	17,0	56,9	-	-36,3	31,3	4,7	-5,8	-4,7	-1,3
Abr	-56,0	19,1	-36,9	-12,3	-49,2	-	-3,9	-6,5	-50,7	-21,1	-21,9	-13,9
May	72,0	-19,5	52,5	32,8	85,3	-	-45,7	32,8	-0,5	-11,8	-7,5	10,9
Jun ^(p)	20,7	0,3	21,1	-0,9	20,2	-	-21,8	16,9	-36,8	0,1	-4,7	-20,1
Tasas de crecimiento												
2010	4,4	-0,3	2,3	-2,1	1,7	1,8	3,6	11,9	1,6	1,9	2,4	-85,7
2011	1,7	2,1	1,8	-0,6	1,5	2,0	2,8	3,1	0,5	1,1	1,3	161,6
2012 I	2,8	3,2	3,0	4,9	3,2	2,9	1,3	7,5	0,5	0,6	1,2	-20,1
II ^(p)	3,5	2,3	3,0	5,1	3,2	3,0	-0,4	9,4	-0,4	-0,2	0,3	-66,3
2012 Mar	2,8	3,2	3,0	4,9	3,2	2,9	1,3	7,5	0,5	0,6	1,2	-20,1
Abr	1,8	3,3	2,5	3,7	2,6	2,9	0,7	7,6	0,0	0,2	0,8	-26,0
May	3,3	2,3	2,9	4,5	3,1	3,0	-0,2	9,1	-0,2	-0,1	0,5	-23,4
Jun ^(p)	3,5	2,3	3,0	5,1	3,2	.	-0,4	9,4	-0,4	-0,2	0,3	-66,3

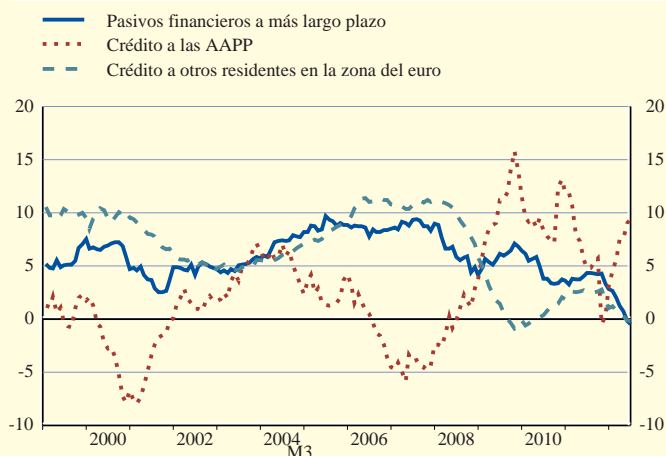
G1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento 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>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

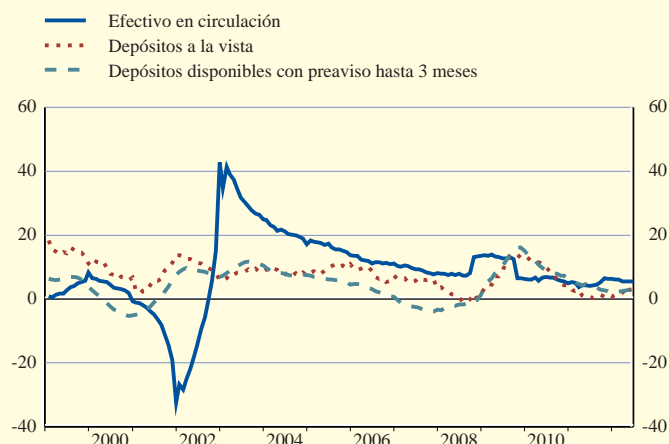
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	438,6	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.448,2	2.006,8
2011	843,2	3.942,6	1.846,3	1.958,4	407,7	535,4	206,6	2.820,9	115,4	2.542,8	2.201,2
2012 I	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,8	497,0	240,5	2.749,5	113,1	2.522,4	2.277,0
II ^(p)	861,0	4.032,0	1.877,3	2.006,9	416,7	500,8	232,6	2.735,8	112,5	2.467,9	2.303,8
2012 Mar	847,8	4.000,5	1.901,4	1.975,9	417,8	497,0	240,5	2.749,5	113,1	2.522,4	2.277,0
Abr	850,1	3.943,8	1.917,3	1.983,0	411,2	500,1	229,4	2.752,1	113,8	2.511,7	2.287,0
May	856,7	4.015,6	1.887,8	1.997,1	421,5	509,8	218,9	2.754,3	113,1	2.482,2	2.293,2
Jun ^(p)	861,0	4.032,0	1.877,3	2.006,9	416,7	500,8	232,6	2.735,8	112,5	2.467,9	2.303,8
Operaciones											
2010	36,5	159,5	-122,1	112,1	96,3	-101,6	-18,6	59,8	-14,1	108,9	96,5
2011	49,4	28,2	39,7	36,6	-9,8	-29,9	33,2	19,4	-2,5	55,6	135,2
2012 I	4,8	61,0	55,1	18,8	10,1	3,9	28,4	-51,5	-3,2	-16,8	41,6
II ^(p)	13,2	23,5	-30,9	30,9	20,6	4,2	-5,2	-50,9	-0,6	-57,7	37,8
2012 Mar	-4,8	33,8	3,6	7,3	-19,3	11,4	24,9	-24,1	-0,8	-29,1	17,8
Abr	2,2	-58,3	12,1	7,0	-9,3	3,2	-6,2	-9,3	0,7	-11,5	16,2
May	6,6	65,4	-33,4	14,0	34,4	9,8	-11,5	-29,3	-0,7	-32,6	16,9
Jun ^(p)	4,3	16,4	-9,6	10,0	-4,5	-8,8	12,5	-12,3	-0,6	-13,6	4,6
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	28,3	-15,2	-13,7	2,3	-10,6	4,8	5,2
2011	6,2	0,7	2,2	1,9	-2,3	-5,2	24,1	0,7	-2,1	2,2	6,7
2012 I	5,5	2,2	3,9	2,5	4,2	-0,5	20,0	-2,5	-5,2	1,0	7,0
II ^(p)	5,5	3,1	1,4	3,3	0,8	3,5	18,2	-5,2	-5,8	-1,6	7,6
2012 Mar	5,5	2,2	3,9	2,5	4,2	-0,5	20,0	-2,5	-5,2	1,0	7,0
Abr	5,5	1,0	3,9	2,7	-0,7	0,9	21,4	-3,5	-4,6	0,2	7,2
May	5,5	2,9	1,6	3,0	-1,5	4,1	21,3	-4,7	-5,1	-1,1	7,3
Jun ^(p)	5,5	3,1	1,4	3,3	0,8	3,5	18,2	-5,2	-5,8	-1,6	7,6

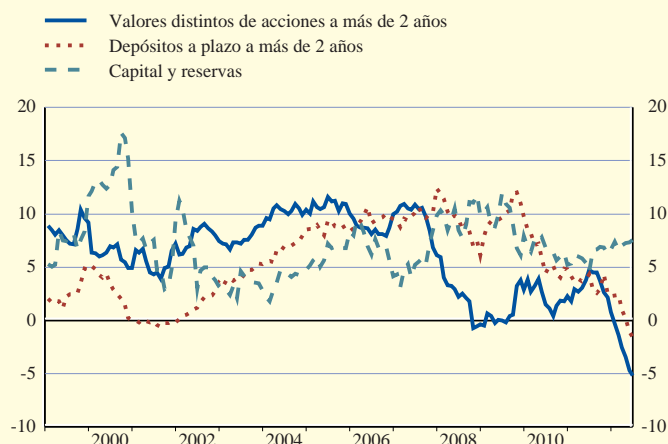
G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

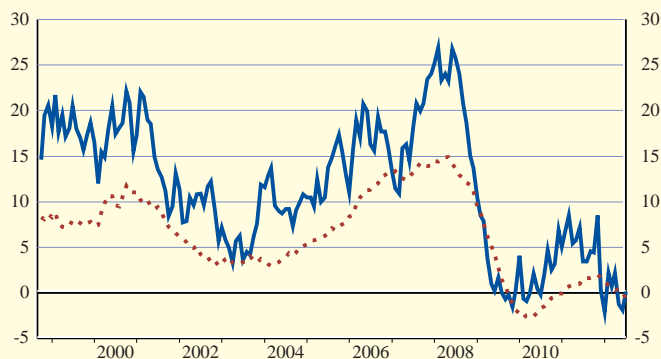
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares ³⁾					
	Total	Total	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
Saldos vivos												
2010	93,8	1.128,4	4.668,6	-	1.127,7	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0
2011	91,1	1.138,9	4.722,3	-	1.146,7	860,9	2.714,7	5.232,7	-	626,3	3.777,6	828,9
2012 I	88,0	1.153,3	4.699,8	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
II ^(p)	83,8	1.128,2	4.692,3	-	1.150,2	844,5	2.697,6	5.251,8	-	614,4	3.811,1	826,3
2012 Mar	88,0	1.153,3	4.699,8	-	1.136,5	848,1	2.715,3	5.241,7	-	620,6	3.792,7	828,4
Abr	81,3	1.131,2	4.702,3	-	1.151,9	846,9	2.703,4	5.248,5	-	620,0	3.799,0	829,6
May	82,5	1.133,8	4.697,7	-	1.149,3	844,7	2.703,7	5.251,0	-	620,9	3.802,0	828,2
Jun ^(p)	83,8	1.128,2	4.692,3	-	1.150,2	844,5	2.697,6	5.251,8	-	614,4	3.811,1	826,3
Operaciones												
2010	6,4	56,2	-1,8	46,0	-37,4	-26,3	62,0	146,9	155,5	-8,5	133,7	21,7
2011	1,3	-22,9	58,0	63,8	21,9	-20,7	56,7	80,5	101,2	-11,5	84,7	7,3
2012 I	-2,9	17,2	-9,4	-6,2	-7,0	-8,7	6,2	14,3	20,1	-2,8	16,3	0,8
II ^(p)	-4,3	-34,3	-6,2	0,1	12,1	-3,4	-15,0	11,9	4,1	-4,6	18,5	-1,9
2012 Mar	3,8	-8,3	-7,9	-7,0	-5,3	-0,2	-2,4	6,6	6,3	-2,0	10,1	-1,5
Abr	-6,7	-28,0	7,0	7,1	17,8	-0,6	-10,2	6,5	5,8	-1,6	7,3	0,9
May	1,1	-2,9	-10,5	-6,3	-5,3	-1,4	-3,7	0,5	0,3	1,4	1,3	-2,2
Jun ^(p)	1,4	-3,5	-2,8	-0,7	-0,3	-1,4	-1,1	4,9	-2,0	-4,4	9,9	-0,5
Tasas de crecimiento												
2010	7,3	5,1	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,3	3,8	2,8
2011	1,5	-2,0	1,2	1,4	1,9	-2,3	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9
2012 I	-0,3	2,3	0,3	0,5	-0,5	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
II ^(p)	-5,9	0,1	-0,6	-0,3	-1,9	-2,5	0,6	0,3	1,1	-1,9	0,8	-0,4
2012 Mar	-0,3	2,3	0,3	0,5	-0,5	-2,9	1,6	0,6	1,7	-2,1	1,1	0,7
Abr	-6,6	-1,3	0,4	0,6	0,9	-2,2	1,1	0,5	1,5	-2,4	1,0	0,7
May	-6,4	-1,9	0,0	0,3	0,1	-2,5	0,8	0,3	1,3	-1,9	0,8	-0,1
Jun ^(p)	-5,9	0,1	-0,6	-0,3	-1,9	-2,5	0,6	0,3	1,1	-1,9	0,8	-0,4

G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

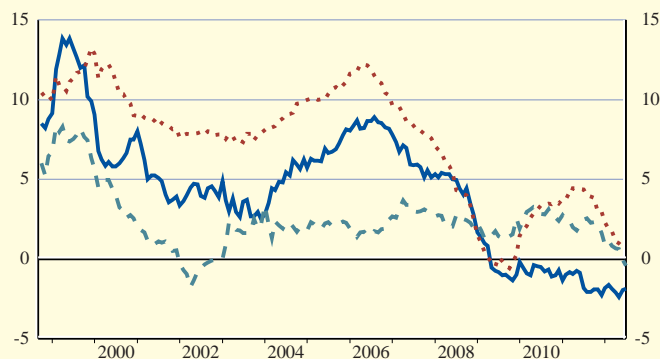
— Otros intermediarios financieros
 - - - Sociedades no financieras



G6 Préstamos a hogares ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



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

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

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

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
Saldos vivos													
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.115,1	155,6	579,0	213,4	322,6	4.720,0	1.138,9	860,9	2.720,3
2012 I	86,1	67,5	5,4	13,2	1.144,5	184,8	589,7	220,7	334,2	4.699,3	1.136,9	849,0	2.713,4
II ^(p)	85,3	67,5	5,4	12,4	1.147,7	177,2	581,8	223,1	342,7	4.698,1	1.160,0	843,8	2.694,3
2012 Abr	81,6	63,0	5,4	13,2	1.135,6	176,7	577,6	220,1	337,9	4.703,1	1.154,6	847,1	2.701,4
May	84,8	66,1	5,5	13,2	1.145,8	180,9	582,0	221,9	341,8	4.702,9	1.152,9	846,5	2.703,5
Jun ^(p)	85,3	67,5	5,4	12,4	1.147,7	177,2	581,8	223,1	342,7	4.698,1	1.160,0	843,8	2.694,3
Operaciones													
2011	1,8	2,8	1,0	-2,0	-23,8	12,8	-19,6	-10,3	6,2	56,7	21,1	-20,7	56,4
2012 I	3,0	3,9	-0,9	0,0	32,2	29,1	12,9	7,4	11,9	-7,7	1,3	-7,7	-1,3
II ^(p)	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-6,0	-9,3	-12,4	-0,7	7,1	0,1	21,4	-5,0	-16,3
2012 Abr	-4,5	-4,6	0,0	0,0	-14,8	-11,2	-16,9	-1,0	3,1	8,4	20,1	-1,4	-10,3
May	3,1	3,1	0,1	0,0	4,7	5,5	3,2	-1,1	2,6	-6,0	-4,4	0,2	-1,9
Jun ^(p)	0,5	1,4	-0,1	-0,8	4,1	-3,7	1,3	1,5	1,3	-2,2	5,7	-3,9	-4,1
Tasas de crecimiento													
2011	1,9	3,9	19,6	-13,3	-2,1	8,9	-3,2	-4,9	2,0	1,2	1,9	-2,3	2,1
2012 I	-0,4	1,2	-2,2	-7,6	2,2	34,4	0,0	3,7	5,1	0,3	-0,4	-2,9	1,6
II ^(p)	-6,0	-5,4	1,7	-11,7	0,2	14,6	-4,5	5,9	5,2	-0,6	-1,9	-2,5	0,5
2012 Abr	-6,8	-7,3	2,8	-7,8	-1,3	18,4	-6,8	3,3	6,3	0,4	0,8	-2,2	1,1
May	-6,5	-6,9	1,4	-7,4	-1,9	10,0	-7,3	2,1	6,0	0,1	0,2	-2,5	0,8
Jun ^(p)	-6,0	-5,4	1,7	-11,7	0,2	14,6	-4,5	5,9	5,2	-0,6	-1,9	-2,5	0,5

3. Préstamos a hogares ³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Empresarios individuales	11	12	13	14
Saldos vivos														
2011	5.243,0	628,5	140,9	183,8	303,7	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	830,1	419,7	142,8	87,5	599,9
2012 I	5.231,3	617,9	136,1	180,1	301,7	3.787,1	14,0	56,6	3.716,4	826,3	417,4	141,8	85,9	598,6
II ^(p)	5.257,5	617,4	137,9	180,0	299,5	3.807,9	14,2	56,6	3.737,1	832,2	418,8	145,2	85,4	601,5
2012 Abr	5.234,2	618,2	137,2	180,0	301,0	3.789,5	14,0	56,8	3.718,6	826,4	418,6	140,0	85,7	600,7
May	5.239,4	618,8	137,5	180,0	301,3	3.793,7	14,1	56,8	3.722,8	826,9	417,6	140,2	85,6	601,1
Jun ^(p)	5.257,5	617,4	137,9	180,0	299,5	3.807,9	14,2	56,6	3.737,1	832,2	418,8	145,2	85,4	601,5
Operaciones														
2011	81,1	-11,6	-3,7	-6,3	-1,6	85,2	-0,2	2,7	82,7	7,4	8,8	-6,4	-2,5	16,3
2012 I	-6,4	-7,7	-4,5	-2,1	-1,0	3,9	-0,4	0,1	4,2	-2,6	-2,6	-0,7	-1,0	-0,8
II ^(p)	28,1	1,1	1,4	0,5	-0,9	20,9	0,2	0,2	20,6	6,1	-1,6	4,7	-0,8	2,3
2012 Abr	2,5	-0,7	0,5	-0,1	-1,0	3,4	0,0	0,4	3,0	-0,2	-1,4	-0,8	-0,1	0,7
May	3,3	1,1	0,4	0,3	0,4	2,5	0,1	-0,1	2,5	-0,4	-0,9	-0,3	-0,3	0,2
Jun ^(p)	22,3	0,7	0,6	0,3	-0,3	15,0	0,1	-0,1	15,0	6,7	0,8	5,7	-0,5	1,4
Tasas de crecimiento														
2011	1,6	-1,8	-2,5	-3,3	-0,5	2,3	-1,7	5,0	2,3	0,9	2,1	-4,3	-2,9	2,8
2012 I	0,6	-2,1	-1,7	-3,7	-1,3	1,1	1,1	5,2	1,0	0,7	2,0	-4,3	-2,1	2,3
II ^(p)	0,3	-1,9	-2,4	-2,4	-1,3	0,8	-0,9	3,4	0,7	-0,4	1,2	-4,4	-3,2	1,0
2012 Abr	0,5	-2,4	-1,1	-3,9	-2,1	1,0	0,9	5,5	0,9	0,6	1,7	-3,3	-0,7	1,8
May	0,3	-1,9	-0,8	-3,8	-1,3	0,8	0,7	4,5	0,7	-0,1	1,0	-3,6	-1,5	1,0
Jun ^(p)	0,3	-1,9	-2,4	-2,4	-1,3	0,8	-0,9	3,4	0,7	-0,4	1,2	-4,4	-3,2	1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

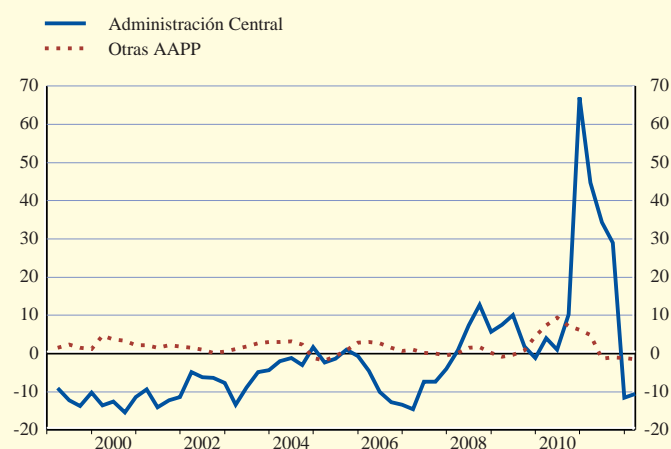
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.217,9	397,5	225,2	549,1	46,1	2.962,9	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.020,8	2.022,5	998,3	62,4	935,9
2011 II	1.151,9	346,5	223,4	555,0	27,0	3.006,5	2.011,9	994,6	60,1	934,5
III	1.145,4	343,5	224,0	553,2	24,7	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
IV	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.020,8	2.022,5	998,3	62,4	935,9
2012 I ⁹⁾	1.137,5	321,9	224,0	567,4	24,0	3.004,9	1.996,0	1.007,8	59,6	948,3
Operaciones										
2010	204,2	156,3	14,9	21,1	11,9	6,3	8,3	-2,3	0,6	-2,9
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,6	16,0	-26,1	42,0	13,0	29,1
2011 II	-35,8	-13,0	-6,5	-2,0	-14,2	44,2	21,5	22,7	6,1	16,6
III	-6,7	-3,4	0,6	-1,6	-2,4	65,9	59,6	6,3	1,4	4,9
IV	13,3	4,7	1,2	10,3	-3,2	-150,7	-107,7	-43,1	-1,4	-41,6
2012 I ⁹⁾	-21,2	-26,6	-1,7	4,5	2,7	40,1	15,2	23,8	-2,0	25,8
Tasas de crecimiento										
2010	20,3	67,1	7,1	4,0	35,1	0,6	0,5	-0,1	0,8	-0,2
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-52,2	0,7	-1,1	4,4	26,7	3,2
2011 II	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,5	6,6	30,4	5,4
III	6,3	28,9	0,2	1,9	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
IV	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-52,2	0,7	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012 I ⁹⁾	-4,2	-10,6	-2,8	2,0	-41,5	0,1	-0,4	1,0	7,5	0,6

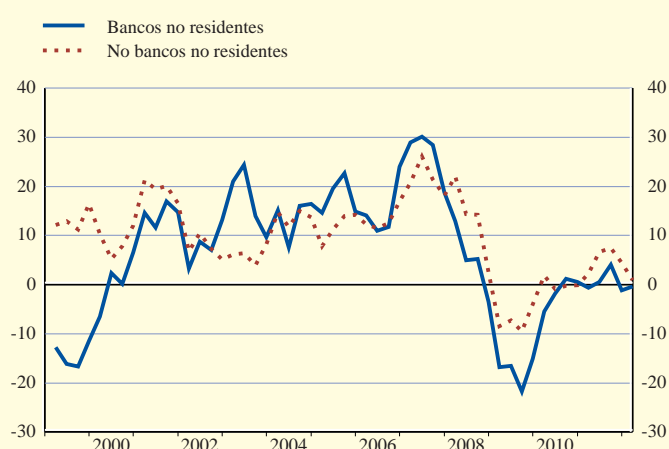
G7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

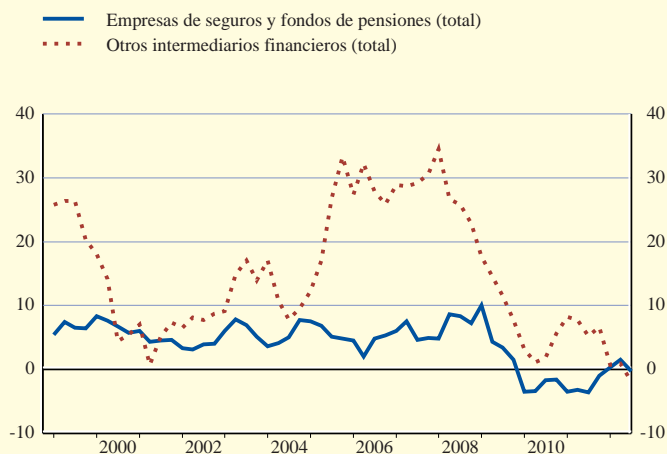
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Saldos vivos															
2010	716,9	84,6	79,3	528,3	2,6	0,3	21,9	2.185,3	358,5	305,7	1.149,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011	704,0	92,1	79,9	512,4	4,0	0,2	15,5	2.220,7	390,0	284,9	1.190,7	14,7	0,5	339,9	260,0
2012 I	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,1	420,1	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,4	275,9
II ^(p)	693,5	99,4	80,0	499,5	5,8	0,2	8,7	2.154,9	408,7	254,1	1.089,8	13,6	0,3	388,3	295,9
2012 Mar	711,3	98,4	86,8	504,6	4,5	0,2	16,9	2.211,1	420,1	265,9	1.148,9	15,5	0,4	360,4	275,9
Abr	718,6	105,9	87,7	503,6	4,7	0,2	16,5	2.200,9	405,1	269,7	1.141,1	15,1	0,5	369,3	280,7
May	709,6	103,9	86,5	501,7	5,4	0,2	11,9	2.185,5	414,6	265,0	1.111,9	14,3	0,3	379,4	289,6
Jun ^(p)	693,5	99,4	80,0	499,5	5,8	0,2	8,7	2.154,9	408,7	254,1	1.089,8	13,6	0,3	388,3	295,9
Operaciones															
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-16,6	0,2	0,0	1,6	157,9	45,1	-37,6	53,9	-8,0	0,4	104,2	-
2011	1,9	11,7	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-0,9	13,9	28,9	-29,1	10,4	3,9	0,1	-0,3	5,5
2012 I	7,9	6,4	6,7	-7,1	0,5	0,0	1,4	-6,5	31,1	-18,2	-40,6	0,8	-0,2	20,6	15,5
II ^(p)	-14,9	1,2	-7,1	-4,8	1,3	0,0	-5,6	-27,1	-12,1	-13,2	-50,1	-1,7	0,0	50,0	42,2
2012 Mar	-10,3	-8,7	-0,4	-2,2	0,3	0,0	0,7	-40,6	11,7	-11,7	-27,7	1,4	0,0	-14,4	-10,3
Abr	7,0	7,6	0,3	-0,8	0,2	0,0	-0,3	-14,4	-15,6	3,6	-8,6	-0,2	0,1	6,3	2,2
May	-6,6	-1,9	-1,4	-1,9	0,7	0,0	-2,1	1,7	7,1	-6,2	-32,9	-0,9	-0,2	34,7	33,6
Jun ^(p)	-15,3	-4,4	-6,0	-2,1	0,4	0,0	-3,2	-14,5	-3,7	-10,6	-8,6	-0,6	0,0	9,0	6,5
Tasas de crecimiento															
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-3,0	9,7	-	7,8	8,2	14,4	-11,1	5,0	-48,5	-	41,1	-
2011	0,3	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-5,2	0,7	8,1	-9,3	0,8	36,1	-	-0,2	2,1
2012 I	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	11,8	-13,2	-1,3	31,5	-	8,1	14,6
II ^(p)	-0,3	17,0	10,1	-4,2	70,4	-	-30,6	-1,9	9,1	-15,7	-5,5	10,1	-	8,9	9,4
2012 Mar	1,5	17,9	14,8	-3,8	43,3	-	18,7	0,9	11,8	-13,2	-1,3	31,5	-	8,1	14,6
Abr	1,1	23,3	10,3	-3,9	14,4	-	-3,9	-1,3	6,0	-14,3	-2,7	37,0	-	5,5	12,5
May	1,2	21,3	15,5	-4,1	35,0	-	-7,8	-2,4	10,1	-17,4	-4,9	19,7	-	4,9	7,9
Jun ^(p)	-0,3	17,0	10,1	-4,2	70,4	-	-30,6	-1,9	9,1	-15,7	-5,5	10,1	-	8,9	9,4

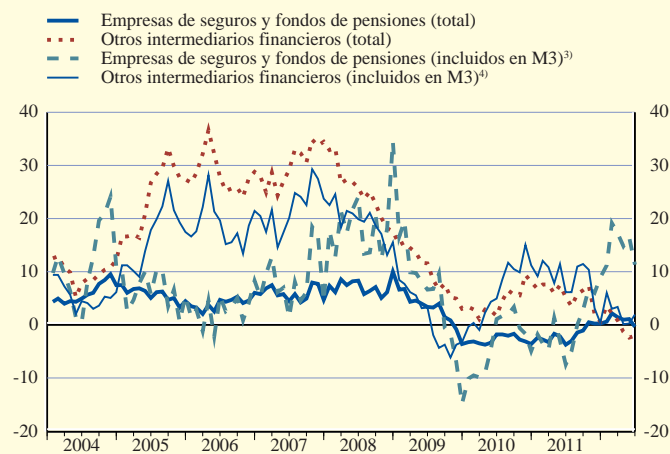
G9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

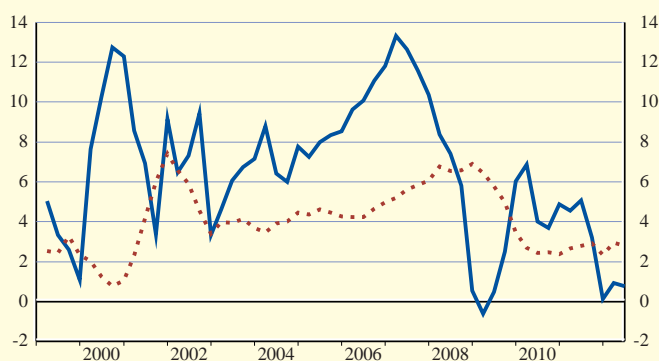
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos														
2010	1.670,7	1.036,4	455,5	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.244,5	901,0	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011	1.685,9	1.044,1	453,5	97,7	72,3	2,0	16,3	5.894,0	2.255,7	948,3	723,7	1.837,0	106,7	22,7
2012 I	1.663,6	1.019,5	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
II ^(p)	1.677,6	1.057,5	420,0	104,5	80,5	1,7	13,5	5.996,5	2.286,9	973,3	740,9	1.877,4	103,4	14,6
2012 Mar	1.663,6	1.019,5	451,6	100,6	76,0	2,2	13,8	5.945,1	2.223,2	995,4	736,9	1.864,7	105,0	19,9
Abr	1.650,1	1.012,5	442,6	102,2	77,0	1,8	14,0	5.968,3	2.246,3	992,3	738,8	1.868,2	105,0	17,6
May	1.661,2	1.031,7	430,8	102,3	79,5	1,7	15,2	5.961,6	2.244,0	983,6	740,9	1.872,4	104,3	16,3
Jun ^(p)	1.677,6	1.057,5	420,0	104,5	80,5	1,7	13,5	5.996,5	2.286,9	973,3	740,9	1.877,4	103,4	14,6
Operaciones														
2010	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	132,9	81,7	-98,9	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011	2,3	3,6	-2,7	8,7	-7,3	0,4	-0,5	134,3	7,4	42,6	50,5	43,5	-2,6	-7,0
2012 I	-20,7	-23,1	-2,8	4,3	3,2	0,2	-2,4	52,4	-32,0	47,2	13,6	29,0	-2,6	-2,8
II ^(p)	9,2	33,0	-32,3	4,4	4,3	-0,5	0,2	48,1	61,7	-23,3	4,0	12,6	-1,6	-5,3
2012 Mar	34,4	29,5	2,9	0,3	1,9	0,0	-0,3	25,8	4,8	13,3	2,9	6,3	-0,7	-0,9
Abr	-13,7	-6,8	-9,1	1,6	0,8	-0,4	0,1	21,9	21,9	-3,1	1,8	3,5	0,1	-2,3
May	7,4	16,1	-12,8	0,6	2,5	-0,1	1,1	-9,3	-3,4	-10,1	2,0	4,1	-0,7	-1,3
Jun ^(p)	15,5	23,8	-10,4	2,2	1,0	0,0	-1,0	35,5	43,2	-10,1	0,1	5,0	-0,9	-1,7
Tasas de crecimiento														
2010	4,9	4,1	5,3	11,2	11,4	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,3	-0,6	9,9	-9,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2012 I	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,4
II ^(p)	0,8	3,8	-7,7	12,0	0,0	-20,5	-12,5	2,8	1,1	7,2	4,9	3,3	-5,4	-56,5
2012 Mar	0,9	1,8	-1,8	12,0	-6,5	3,5	-4,0	2,9	0,0	9,6	7,3	2,8	-4,8	-36,4
Abr	-0,1	1,0	-3,3	11,6	-5,5	-13,1	-20,2	2,8	-0,2	9,4	6,7	2,8	-4,0	-45,7
May	0,1	2,8	-6,4	10,3	-1,9	-16,0	-27,0	2,7	0,4	8,2	5,9	3,0	-4,7	-52,4
Jun ^(p)	0,8	3,8	-7,7	12,0	0,0	-20,5	-12,5	2,8	1,1	7,2	4,9	3,3	-5,4	-56,5

G11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

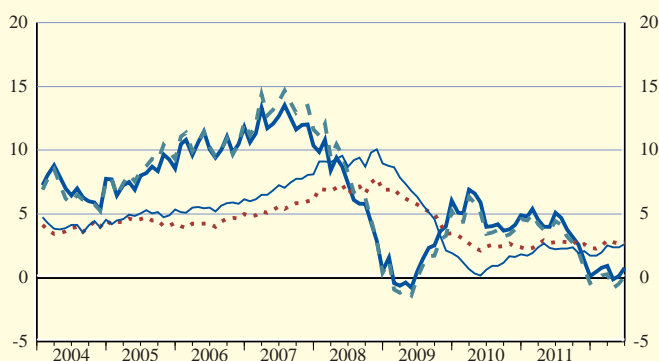
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

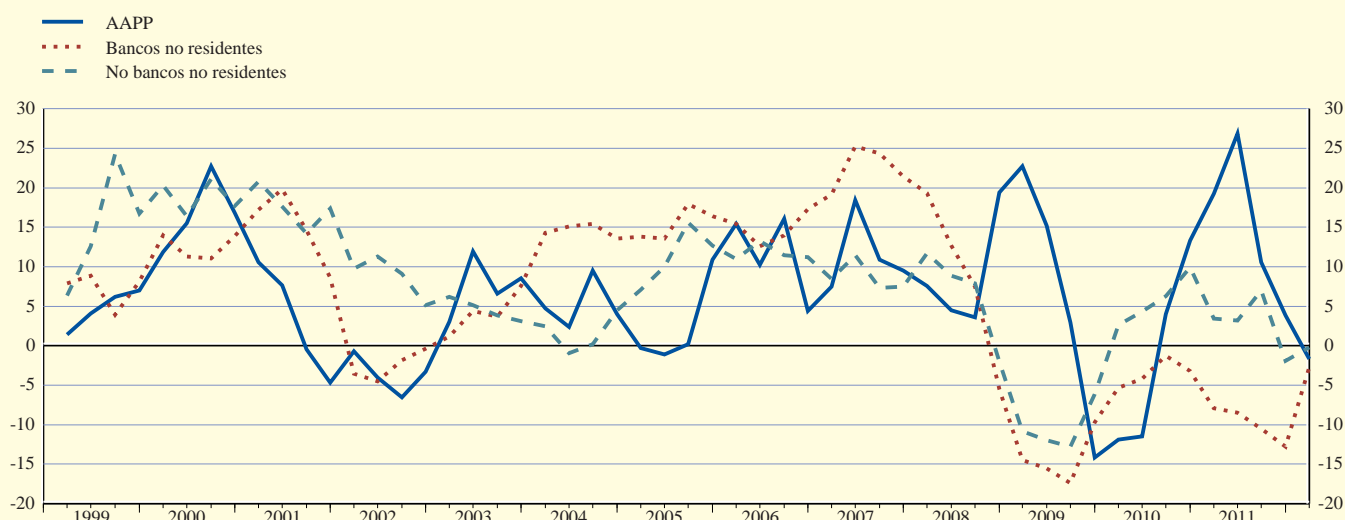
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	426,7	196,2	47,7	108,7	74,1	3.484,4	2.487,5	996,9	45,9	950,9
2011	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2011 II	520,6	266,4	55,0	111,7	87,5	3.272,2	2.287,4	984,8	47,7	937,1
2011 III	464,2	211,4	54,3	110,5	88,0	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
2011 IV	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2012 I ^{q)}	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.311,7	2.328,6	981,4	54,8	926,6
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-5,0	2,9	0,7	-83,9	84,7	7,5	77,1
2011	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-334,0	-313,5	-20,5	-2,1	-18,4
2011 II	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-20,1	-41,9	21,8	6,4	15,4
2011 III	-56,7	-55,1	-1,0	-1,2	0,4	0,9	-45,0	45,9	1,4	44,5
2011 IV	-22,5	-15,9	-5,9	2,1	-2,7	-234,1	-151,5	-82,6	-6,2	-76,4
2012 I ^{q)}	25,4	-2,9	16,5	1,3	10,9	190,3	176,9	11,7	11,1	0,6
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,3	-3,2	9,9	12,7	9,6
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-12,8	-2,0	-4,3	-1,9
2011 II	26,9	61,3	1,2	-2,6	14,0	-5,2	-8,5	3,2	5,0	3,1
2011 III	10,6	21,6	-7,8	-1,9	17,3	-5,6	-10,5	7,0	3,3	7,2
2011 IV	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,7	-12,8	-2,0	-4,3	-1,9
2012 I ^{q)}	-1,7	-18,3	23,5	5,7	21,2	-1,9	-2,8	-0,2	30,0	-1,6

G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

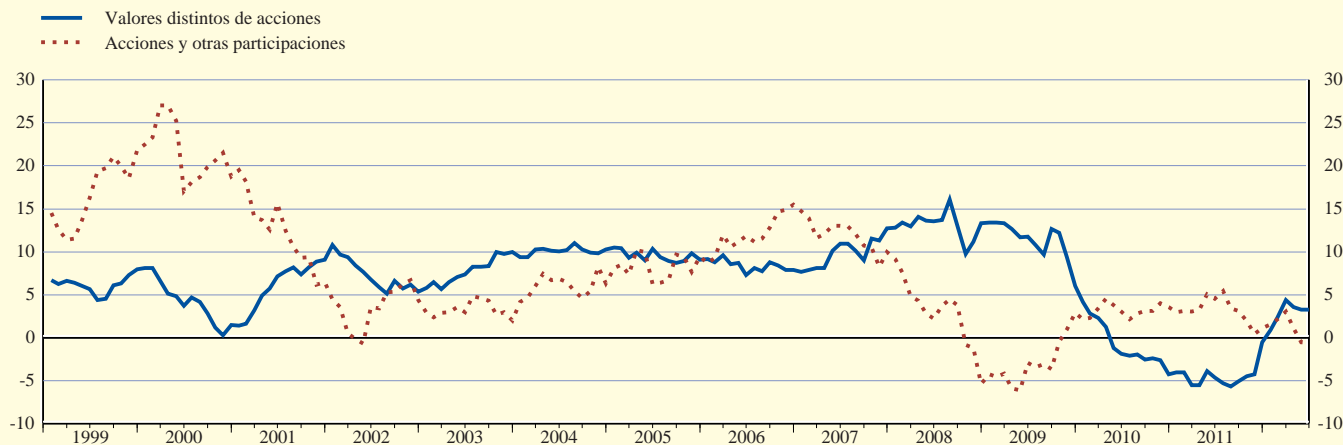
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2010	6.001,0	1.779,0	107,4	1.507,8	16,4	1.510,0	28,3	1.052,1	1.535,8	445,1	788,0	302,7
2011	5.697,7	1.763,9	87,8	1.373,0	22,9	1.489,4	28,3	932,5	1.507,2	485,4	726,4	295,4
2012 I	5.919,5	1.821,1	98,0	1.496,2	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.526,6	489,4	742,2	295,0
II ^(p)	5.826,9	1.769,2	98,4	1.553,5	33,9	1.427,7	25,5	918,7	1.489,9	485,9	717,9	286,1
2012 Mar	5.919,5	1.821,1	98,0	1.496,2	32,1	1.492,2	24,9	955,1	1.526,6	489,4	742,2	295,0
Abr	5.871,5	1.798,9	98,6	1.494,2	33,0	1.486,8	23,9	936,0	1.535,0	488,8	753,3	292,8
May	5.898,4	1.785,3	102,0	1.512,1	34,7	1.485,3	24,8	954,2	1.516,2	487,6	737,4	291,1
Jun ^(p)	5.826,9	1.769,2	98,4	1.553,5	33,9	1.427,7	25,5	918,7	1.489,9	485,9	717,9	286,1
Operaciones												
2010	-268,6	-166,5	-6,8	42,8	-2,0	11,6	-14,8	-132,9	54,2	28,0	5,2	20,9
2011	-32,7	44,4	7,8	-5,2	5,5	-24,7	-0,1	-60,5	16,7	60,2	-31,8	-11,7
2012 I	253,3	60,0	13,0	135,4	10,7	5,5	-1,8	30,5	30,8	11,7	19,3	-0,2
II ^(p)	-96,3	-49,0	-3,9	44,6	-0,2	-42,5	-0,5	-44,8	-18,5	0,7	-12,0	-7,2
2012 Mar	47,8	0,9	6,4	39,5	1,5	-12,9	1,2	11,4	18,3	2,2	12,6	3,4
Abr	-54,5	-23,6	-0,9	1,9	0,5	-4,2	-1,4	-26,8	20,4	0,8	20,6	-1,0
May	12,3	-11,9	-0,4	28,4	-0,4	-0,4	-0,2	-2,8	-8,7	1,6	-9,7	-0,6
Jun ^(p)	-54,1	-13,5	-2,6	14,3	-0,3	-37,9	1,1	-15,2	-30,3	-1,8	-22,8	-5,7
Tasas de crecimiento												
2010	-4,3	-8,5	-5,4	2,9	-11,1	0,8	-35,4	-11,2	3,6	6,4	0,6	7,5
2011	-0,6	2,6	7,7	-0,4	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,8	-4,2	-3,8
2012 I	4,4	7,6	22,9	8,8	56,4	1,1	-14,3	-4,3	3,1	16,3	-2,5	-1,8
II ^(p)	3,3	6,9	11,8	8,5	47,8	-0,5	-4,6	-6,3	-0,6	7,5	-3,4	-6,1
2012 Mar	4,4	7,6	22,9	8,8	56,4	1,1	-14,3	-4,3	3,1	16,3	-2,5	-1,8
Abr	3,6	7,3	16,8	8,3	61,6	0,4	-9,3	-6,6	1,1	16,0	-4,9	-4,3
May	3,3	6,3	5,5	9,8	60,7	0,5	-10,1	-7,5	-0,5	8,9	-3,8	-6,1
Jun ^(p)	3,3	6,9	11,8	8,5	47,8	-0,5	-4,6	-6,3	-0,6	7,5	-3,4	-6,1

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Préstamos														
<i>A residentes en la zona euro</i>														
2010	5.517,3	-	-	-	-	-	12.244,0	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011	6.160,7	-	-	-	-	-	12.321,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2011 IV	6.160,7	-	-	-	-	-	12.321,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4	
2012 I ^(p)	6.330,9	-	-	-	-	-	12.298,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
<i>A no residentes en la zona euro</i>														
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011	2.022,5	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2011 IV	2.022,5	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8
2012 I ^(p)	1.996,0	47,9	52,1	32,9	2,5	2,6	8,5	1.007,8	39,1	60,9	41,0	2,4	3,1	7,6
Valores distintos de acciones														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2010	1.886,4	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.062,5	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
2011	1.851,7	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,5	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2011 IV	1.851,7	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,5	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4
2012 I ^(p)	1.919,1	94,9	5,1	2,6	0,1	0,3	1,8	3.045,3	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,4
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,2	33,3	66,7	40,4	3,9	0,9	13,6
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2011 IV	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7
2012 I ^(p)	489,5	55,5	44,5	19,8	0,3	0,3	20,2	465,1	33,5	66,5	36,2	4,5	0,9	13,6
Depósitos														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2010	5.774,7	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.738,7	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011	6.318,7	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.946,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2011 IV	6.318,7	92,1	7,9	5,2	0,2	1,2	0,7	10.946,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2012 I ^(p)	6.470,7	93,4	6,6	3,9	0,2	1,2	0,6	10.997,8	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2010	2.487,5	52,0	48,0	31,8	2,2	1,8	8,7	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2011 IV	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1
2012 I ^(p)	2.328,6	60,4	39,6	25,4	1,8	1,6	6,9	981,4	55,4	44,6	29,8	2,0	1,3	5,2

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

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

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 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 emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

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

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Nov	6.082,1	418,5	2.345,8	1.703,7	826,9	235,1	552,1
Dic	6.212,1	416,0	2.504,1	1.732,4	838,3	236,0	485,3
2012 Ene	6.485,5	436,9	2.581,5	1.824,1	864,8	239,5	538,6
Feb	6.645,7	446,0	2.635,7	1.883,1	884,1	240,8	555,9
Mar	6.678,5	443,0	2.673,0	1.886,8	888,6	241,5	545,6
Abr	6.677,5	446,9	2.692,1	1.857,0	886,2	241,4	553,9
May ^(p)	6.673,9	478,5	2.729,5	1.770,0	879,4	241,3	575,2
Operaciones							
2011 III	-5,2	29,0	-21,2	-41,9	-16,1	2,8	42,3
IV	-184,5	-34,0	-2,9	-26,4	-11,2	2,0	-112,0
2012 I	146,7	15,6	71,2	3,3	10,7	4,9	40,8

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas				Otros pasivos (incluidos derivados financieros)
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro		Mantenidas por no residentes en la zona del euro	
				Fondos de inversión			
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 Nov	6.082,1	128,9	5.447,1	4.162,3	597,5	1.284,9	506,0
Dic	6.212,1	117,7	5.663,4	4.263,3	613,5	1.400,1	431,0
2012 Ene	6.485,5	124,5	5.880,8	4.420,5	649,9	1.460,3	480,2
Feb	6.645,7	134,2	6.018,6	4.530,1	676,0	1.488,5	492,9
Mar	6.678,5	127,4	6.065,5	4.555,6	684,4	1.509,9	485,6
Abr	6.677,5	132,1	6.055,4	4.533,3	678,2	1.522,1	490,0
May ^(p)	6.673,9	139,3	6.015,4	4.467,9	666,2	1.547,5	519,2
Operaciones							
2011 III	-5,2	6,5	-44,5	-55,6	-31,3	11,1	32,8
IV	-184,5	-13,6	-39,6	-57,6	-2,9	18,8	-131,3
2012 I	146,7	9,1	91,7	64,8	30,8	26,9	45,9

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

	Total	Fondos por política de inversión						Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
Saldos vivos										
2011 Oct	5.531,3	1.789,0	1.504,0	1.406,0	293,2	115,6	423,5	5.449,3	82,0	1.051,6
Nov	5.447,1	1.757,7	1.473,5	1.384,2	292,5	118,7	420,5	5.364,6	82,6	1.083,5
Dic	5.663,4	1.920,2	1.496,4	1.403,1	295,6	122,1	426,0	5.579,1	84,3	991,9
2012 Ene	5.880,8	2.016,4	1.583,8	1.458,0	302,8	129,7	390,2	5.792,8	88,0	949,8
Feb	6.018,6	2.053,9	1.638,6	1.490,4	305,4	130,3	400,1	5.933,5	85,1	935,4
Mar	6.065,5	2.086,5	1.641,4	1.498,0	308,6	132,4	398,7	5.980,4	85,1	956,8
Abr	6.055,4	2.106,9	1.614,0	1.495,6	308,1	133,9	397,0	5.969,7	85,8	972,4
May ^(p)	6.015,4	2.156,2	1.538,9	1.480,0	309,2	136,4	394,8	5.929,1	86,3	999,9
Operaciones										
2011 Nov	-21,7	-8,7	-8,5	-5,8	-0,1	0,1	1,3	-22,4	0,6	19,1
Dic	0,9	10,6	-6,6	-3,1	3,3	-0,3	-3,0	-1,9	2,8	0,7
2012 Ene	21,1	15,6	3,3	-1,2	3,8	0,9	-1,3	16,6	4,6	6,1
Feb	33,4	13,3	1,9	11,9	1,3	0,2	4,8	35,7	-2,3	2,8
Mar	37,2	28,2	4,7	4,8	1,8	-1,1	-1,2	36,5	0,7	18,5
Abr	0,7	11,0	-12,9	2,5	-0,7	0,3	0,5	0,2	0,5	9,3
May ^(p)	11,1	22,5	-6,2	-4,5	-0,5	-1,1	1,0	11,3	-0,2	11,9

Fuente: BCE.

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

2.9 Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión ¹⁾, por emisor

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2011 II	2.387,6	1.430,3	386,4	671,6	196,3	5,8	170,1	957,3	252,3	358,6	17,8
III	2.384,2	1.414,5	380,7	682,7	184,2	4,7	162,1	969,8	252,4	369,8	18,7
IV	2.504,1	1.423,1	390,9	674,4	185,5	4,5	167,6	1.081,1	270,5	436,8	20,4
2012 I ^(p)	2.673,0	1.502,4	425,1	678,3	208,7	5,7	184,6	1.170,6	313,2	453,1	15,5
Operaciones											
2011 III	-21,2	-16,7	-6,0	1,5	-7,6	-0,4	-4,3	-4,5	5,9	-4,1	5,3
IV	-2,9	0,0	3,4	-6,5	-1,1	-0,3	4,4	-1,5	-3,2	1,6	-0,3
2012 I ^(p)	71,2	12,7	10,3	-21,9	14,7	0,5	9,0	58,5	20,3	15,5	-4,3

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

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2011 II	1.958,5	774,3	84,5	-	41,1	26,1	622,6	1.184,2	166,4	362,8	77,0
III	1.632,6	616,4	53,3	-	35,7	20,4	507,0	1.016,2	141,8	323,6	72,5
IV	1.732,4	636,0	50,0	-	36,2	21,5	528,4	1.096,4	154,6	356,6	71,2
2012 I ^(p)	1.886,8	688,9	56,4	-	41,6	24,1	566,7	1.197,9	162,6	389,7	75,4
Operaciones											
2011 III	-41,9	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,4	-33,1	-5,1	-11,8	-3,2
IV	-26,4	-9,5	-1,7	-	-2,4	0,4	-5,9	-16,9	-0,9	-7,4	0,9
2012 I ^(p)	3,3	-4,4	4,0	-	0,7	-1,2	-8,0	7,6	-2,4	-0,4	-1,6

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

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2011 II	886,8	752,0	79,3	-	672,7	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
III	830,7	698,5	94,5	-	604,0	-	-	132,2	20,1	42,6	0,5
IV	838,3	708,6	95,0	-	613,5	-	-	129,7	20,8	40,2	0,6
2012 I ^(p)	888,6	753,4	69,0	-	684,4	-	-	135,2	25,2	41,2	0,6
Operaciones											
2011 III	-16,1	-15,3	16,0	-	-31,3	-	-	-0,8	-0,5	-0,4	0,0
IV	-11,2	-2,6	0,4	-	-2,9	-	-	-8,6	-0,8	-9,1	0,0
2012 I ^(p)	10,7	11,4	-19,4	-	30,8	-	-	-0,6	2,2	-0,6	-0,1

Fuente: BCE.

- Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 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						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2011 I	2.255,4	351,2	1.484,8	1.184,8	595,3	142,5	21,8	5,9	129,9	241,6	89,0	36,3	52,4
II	2.217,9	340,0	1.462,9	1.166,7	585,5	144,7	20,4	5,2	126,0	232,6	88,6	35,7	58,2
III	2.201,7	321,4	1.465,9	1.178,9	590,5	142,8	20,5	5,1	118,5	232,3	86,9	37,8	57,5
IV	2.273,2	324,8	1.533,7	1.244,2	583,1	147,8	20,8	4,8	116,1	229,0	90,0	36,8	58,9
2012 I	2.226,8	318,4	1.503,7	1.209,6	553,7	143,2	20,5	4,8	125,7	217,3	86,2	35,6	65,6
Operaciones													
2011 I	-96,5	-25,0	-39,3	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	0,2	-9,9	-2,4	-5,1	-14,8
II	-43,0	-11,1	-25,0	-21,4	-	2,0	-0,7	-0,3	-4,4	-7,9	0,0	0,0	1,1
III	-26,1	-18,5	1,9	11,4	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,3	-2,2	-2,1	-1,1	-4,2
IV	69,9	3,4	65,9	64,1	-	4,2	0,3	-0,4	-2,4	-2,9	2,3	-1,0	2,2
2012 I	-54,0	-6,1	-28,3	-19,5	-	-4,5	-0,3	0,0	-4,0	-13,2	-2,8	-0,9	-2,7

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores distintos de acciones emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2011 I	2.255,4	135,1	1.884,4	70,0	1.814,4	36,3	199,6
II	2.217,9	135,9	1.841,7	66,4	1.775,3	35,2	205,2
III	2.201,7	134,1	1.823,0	63,8	1.759,2	34,7	210,0
IV	2.273,2	150,8	1.883,7	66,7	1.817,0	33,9	204,7
2012 I	2.226,8	152,6	1.824,7	59,8	1.764,9	32,7	216,7
Operaciones							
2011 I	-96,5	-1,1	-82,7	-6,6	-76,1	-6,0	-6,7
II	-43,0	1,4	-47,0	-7,5	-39,5	-0,8	3,3
III	-26,1	-2,2	-24,3	-3,0	-21,3	-1,7	2,1
IV	69,9	16,5	62,0	2,9	59,1	-1,0	-7,6
2012 I	-54,0	1,1	-56,4	-7,9	-48,5	-0,9	2,2

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

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro						Valores distintos de acciones						
	Total	Sector prestatario de la zona del euro ²⁾					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro			No residentes en la zona del euro	
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
													Sociedades instrumentales
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2011 I	1.184,8	803,6	261,3	17,9	0,2	7,2	34,0	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
II	1.166,7	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	35,5	232,6	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
III	1.178,9	795,4	254,2	18,7	0,4	9,6	32,9	232,3	122,2	42,1	80,1	33,8	110,1
IV	1.244,2	828,0	262,5	17,9	0,2	6,6	33,6	229,0	120,1	40,7	79,4	33,4	108,9
2012 I	1.209,6	818,9	239,6	17,8	0,2	6,4	29,9	217,3	115,3	40,3	75,0	30,5	102,1
Operaciones													
2011 I	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,6	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
II	-21,4	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,8	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
III	11,4	6,2	-0,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
IV	64,1	32,0	8,1	-0,7	-0,1	-3,0	0,3	-2,9	-1,6	-1,5	0,0	-0,2	-1,4
2012 I	-19,5	-13,1	-7,8	0,0	0,0	-0,2	0,0	-13,2	-5,5	-0,8	-4,8	-2,8	-7,7

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Activo

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2009 II	6.325,4	781,2	439,9	2.381,9	815,0	1.187,9	97,2	245,6	226,8	149,8
III	6.517,2	782,9	437,5	2.429,4	790,8	1.363,1	94,8	247,9	221,7	148,9
IV	6.642,0	785,8	433,9	2.469,5	805,2	1.442,2	95,2	252,7	209,4	148,1
2010 I	6.871,3	782,5	440,1	2.592,4	810,6	1.519,9	94,0	261,4	227,0	143,5
II	6.889,7	783,7	443,6	2.620,6	789,7	1.506,8	90,8	267,1	242,2	145,3
III	7.064,0	782,0	450,1	2.710,8	807,7	1.547,4	86,9	269,1	264,8	145,1
IV	6.997,3	773,1	454,5	2.646,6	835,5	1.577,6	76,8	269,4	216,8	147,0
2011 I	7.091,4	773,6	455,4	2.703,1	846,1	1.593,8	74,4	274,9	220,8	149,2
II	7.102,9	776,5	462,6	2.713,1	844,3	1.597,2	77,5	265,4	218,2	148,0
III	7.098,9	793,4	459,3	2.741,8	791,4	1.548,6	85,2	264,7	266,6	147,9
IV	7.084,3	786,9	467,1	2.683,3	796,9	1.585,9	87,2	259,5	267,9	149,5
2012 I	7.373,0	796,9	467,7	2.812,0	819,2	1.701,2	88,4	265,5	270,9	151,2

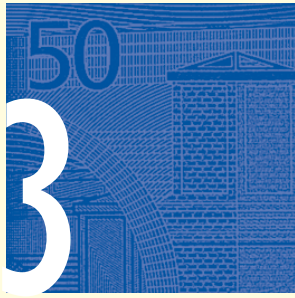
2. Tenencias de valores distintos de acciones

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro					Emitidos por no residentes en la zona del euro	
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009 II	2.381,9	1.983,2	546,3	1.060,5	223,4	14,1	138,9	398,7
III	2.429,4	2.025,1	553,8	1.090,2	228,5	15,2	137,4	404,3
IV	2.469,5	2.060,7	545,6	1.119,8	239,0	16,7	139,5	408,9
2010 I	2.592,4	2.170,9	575,8	1.198,5	233,8	16,1	146,8	421,4
II	2.620,6	2.196,4	577,8	1.204,4	247,1	16,7	150,4	424,2
III	2.710,8	2.278,7	593,2	1.260,5	252,5	19,1	153,3	432,1
IV	2.646,6	2.219,0	587,0	1.228,6	230,8	17,9	154,7	427,6
2011 I	2.703,1	2.284,0	606,8	1.251,9	254,4	18,8	152,2	419,1
II	2.713,1	2.285,4	626,8	1.269,1	214,3	16,2	158,9	427,7
III	2.741,8	2.309,5	635,1	1.265,0	230,5	17,8	161,0	432,3
IV	2.683,3	2.259,6	615,4	1.189,2	274,1	20,2	160,8	423,7
2012 I	2.812,0	2.356,7	648,0	1.231,7	279,1	20,8	177,2	455,2

3. Pasivo y patrimonio neto

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro			Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros		
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones			Reservas para primas y siniestros
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2009 II	6.176,4	267,2	33,0	395,4	5.281,3	2.881,4	1.598,9	801,0	199,5	149,0
III	6.337,7	256,3	36,1	442,1	5.407,2	2.970,8	1.637,0	799,4	195,9	179,5
IV	6.440,2	239,6	39,5	438,8	5.524,6	3.037,9	1.686,1	800,6	197,8	201,8
2010 I	6.638,0	255,7	39,5	456,8	5.695,7	3.125,3	1.746,3	824,1	190,2	233,3
II	6.715,3	258,0	40,8	428,6	5.793,9	3.154,1	1.815,1	824,7	194,0	174,4
III	6.873,9	282,7	39,7	437,5	5.933,7	3.217,2	1.896,5	819,9	180,4	190,1
IV	6.828,1	258,9	42,2	445,1	5.913,5	3.254,9	1.839,3	819,2	168,4	169,1
2011 I	6.893,4	271,0	40,1	462,2	5.944,9	3.285,8	1.821,9	837,3	175,1	198,0
II	6.915,3	271,4	43,0	450,7	5.974,7	3.303,0	1.841,2	830,5	175,5	187,6
III	7.028,5	279,2	41,9	405,4	6.113,0	3.289,4	1.994,8	828,9	188,9	70,4
IV	7.044,1	274,5	41,6	405,4	6.135,8	3.294,9	2.017,2	823,7	186,8	40,2
2012 I	7.220,1	283,2	44,6	438,7	6.267,0	3.341,4	2.077,9	847,6	186,6	152,8

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2012 I						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						577
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.067	489	1.172	110	295	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	245					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.312					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta	580	273	266	40	2	
Remuneración de los asalariados	1.108	1.108				2
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	259				259	2
Rentas de la propiedad	696	248	106	320	21	110
Intereses	383	63	42	270	8	65
Otras rentas de la propiedad	313	185	65	50	13	45
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.951	1.591	103	48	209	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	254				254	0
Cotizaciones sociales	425	1	18	50	356	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	457	457				2
Otras transferencias corrientes	166	87	14	47	19	45
Primas netas de seguros no vida	46			46		2
Indemnizaciones de seguros no vida	45	35	8	1	0	2
Otras	75	51	5	0	18	42
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.913	1.428	59	55	371	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	15				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	67	83	59	40	-116	15
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	367	97	209	11	50	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	28	10	12	1	5	2
Impuestos sobre el capital	5				5	0
Otras transferencias de capital	23	10	12	1	0	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Diferencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

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

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.3 Hogares

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.4 Sociedades no financieras

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

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

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

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

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

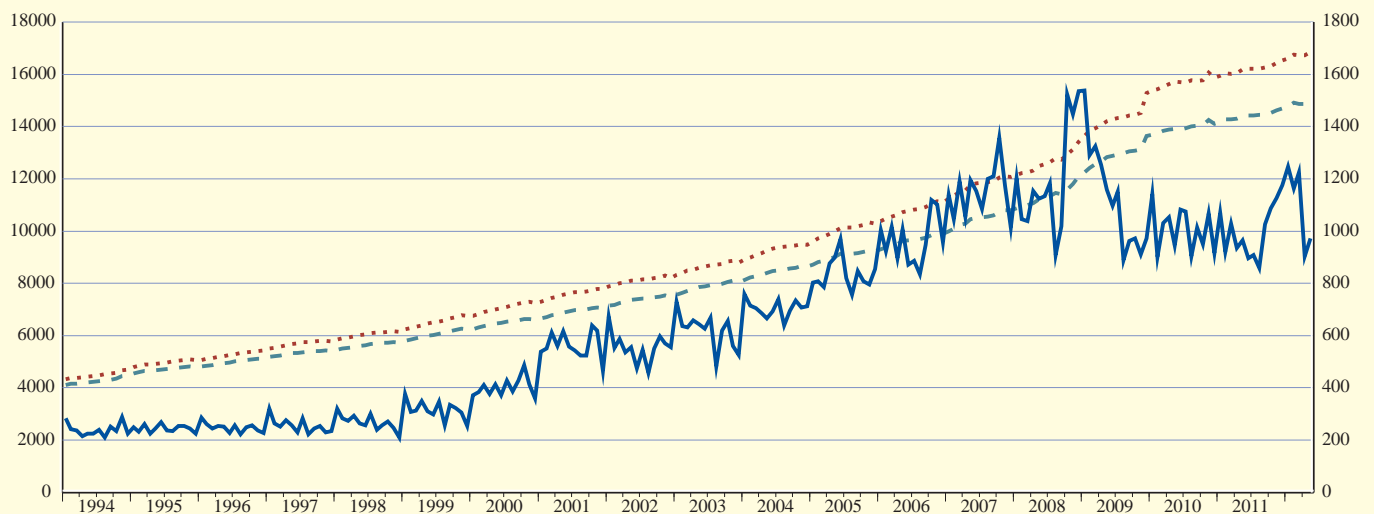
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
	Total											
2011 May	16.585,5	922,6	101,7	14.406,9	866,0	91,0	16.187,2	963,8	118,2	3,6	41,8	1,8
Jun	16.616,6	852,3	31,1	14.429,3	800,4	22,4	16.203,1	897,3	23,0	3,8	49,1	3,2
Jul	16.586,8	852,6	-30,3	14.419,6	825,3	-10,4	16.216,7	907,2	-11,1	3,6	14,3	2,4
Ago	16.618,5	808,3	31,9	14.452,2	773,9	32,8	16.225,9	859,8	20,5	3,2	49,3	2,4
Sep	16.650,0	1.002,0	31,8	14.457,4	926,1	5,7	16.270,7	1.026,6	7,5	3,3	59,8	3,0
Oct	16.700,7	1.034,6	51,5	14.535,7	993,0	79,0	16.314,2	1.086,6	69,5	3,3	59,3	3,4
Nov	16.786,5	1.063,4	85,2	14.628,8	1.016,3	92,2	16.443,9	1.127,4	100,5	2,5	11,7	3,0
Dic	16.847,6	1.127,2	61,0	14.688,6	1.084,8	59,8	16.530,9	1.176,0	58,7	4,0	184,6	4,7
2012 Ene	16.944,6	1.190,2	97,1	14.777,4	1.117,0	89,0	16.603,0	1.246,1	81,4	3,9	67,3	5,4
Feb	17.127,0	1.118,7	173,0	14.920,4	1.045,8	143,5	16.745,7	1.163,3	161,2	4,2	106,6	6,1
Mar	17.141,6	1.199,2	109,3	14.869,7	1.090,3	43,5	16.736,4	1.224,8	80,5	4,7	90,2	6,5
Abr	.	.	.	14.854,8	799,4	-5,0	16.740,9	902,6	1,3	4,4	-24,0	5,4
May	.	.	.	14.895,5	860,5	42,3	16.840,2	973,3	56,2	4,0	-24,4	4,9
	A largo plazo											
2011 May	15.158,8	275,9	75,0	13.058,8	243,5	66,6	14.611,3	266,5	80,2	4,5	14,9	3,4
Jun	15.210,7	259,5	51,4	13.108,8	228,2	49,4	14.658,9	257,1	52,5	4,6	42,7	3,7
Jul	15.192,6	203,3	-20,4	13.097,8	192,1	-13,3	14.670,4	213,8	-12,8	4,4	25,9	2,7
Ago	15.188,8	123,1	-3,7	13.098,3	113,5	0,5	14.651,8	123,5	-8,1	4,0	29,9	2,5
Sep	15.179,3	229,2	-8,9	13.084,9	189,8	-12,7	14.679,2	213,9	-5,3	4,0	41,4	2,8
Oct	15.252,6	278,3	75,3	13.164,3	251,0	81,3	14.725,1	268,0	69,7	4,0	73,8	3,2
Nov	15.323,4	211,0	70,5	13.246,1	191,8	81,2	14.842,3	212,5	91,6	3,3	8,9	3,1
Dic	15.374,3	238,0	49,8	13.310,9	228,8	63,8	14.933,9	246,4	66,0	4,0	136,0	4,4
2012 Ene	15.459,0	347,7	85,1	13.372,5	301,8	62,0	14.976,8	330,8	50,8	3,9	77,4	5,1
Feb	15.626,4	350,7	157,0	13.508,3	308,3	135,4	15.107,2	338,9	146,1	4,2	95,3	6,0
Mar	15.627,7	352,4	96,6	13.466,1	278,8	52,5	15.090,7	329,2	76,1	4,7	79,7	6,5
Abr	.	.	.	13.448,7	175,0	-7,4	15.096,1	206,4	5,2	4,2	-14,7	5,2
May	.	.	.	13.501,5	207,1	52,7	15.206,9	242,9	71,6	4,1	4,1	5,2

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

(mm de euros)

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



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

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

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010	15.872	5.246	3.288	853	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.531	5.528	3.292	871	6.216	624	1.000	609	98	62	191	39
2011 II	16.203	5.362	3.243	835	6.167	597	932	551	86	60	192	43
2011 III	16.271	5.424	3.223	857	6.160	607	931	580	79	60	180	33
2011 IV	16.531	5.528	3.292	871	6.216	624	1.130	714	137	70	172	36
2012 I	16.736	5.630	3.325	903	6.208	671	1.211	764	105	70	223	49
2012 Feb	16.746	5.602	3.287	889	6.314	654	1.163	742	82	68	218	53
2012 Mar	16.736	5.630	3.325	903	6.208	671	1.225	787	117	76	203	41
2012 Abr	16.741	5.608	3.358	920	6.190	665	903	557	58	73	190	24
2012 May	16.840	5.600	3.381	938	6.253	669	973	585	99	70	187	33
	A corto plazo											
2010	1.540	572	120	70	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.597	701	106	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2011 II	1.544	581	121	75	702	65	654	440	31	51	102	32
2011 III	1.592	612	110	86	712	72	747	512	42	53	114	26
2011 IV	1.597	701	106	79	634	77	888	629	76	60	94	28
2012 I	1.646	710	122	83	641	91	878	609	61	54	125	29
2012 Feb	1.639	714	114	84	644	83	824	571	52	53	122	27
2012 Mar	1.646	710	122	83	641	91	896	633	66	57	114	26
2012 Abr	1.645	709	126	95	633	83	696	483	33	62	103	15
2012 May	1.633	691	128	103	629	82	730	512	27	63	104	25
	A largo plazo ²⁾											
2010	14.332	4.674	3.168	784	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.934	4.826	3.185	792	5.583	547	252	98	51	9	84	10
2011 II	14.659	4.780	3.122	760	5.465	532	277	111	55	9	90	12
2011 III	14.679	4.812	3.113	771	5.448	535	184	67	36	7	66	7
2011 IV	14.934	4.826	3.185	792	5.583	547	242	85	61	10	78	8
2012 I	15.091	4.921	3.202	820	5.567	580	333	155	44	16	98	20
2012 Feb	15.107	4.888	3.173	805	5.671	571	339	171	30	15	97	27
2012 Mar	15.091	4.921	3.202	820	5.567	580	329	154	52	19	89	15
2012 Abr	15.096	4.899	3.232	825	5.557	582	206	75	26	10	87	8
2012 May	15.207	4.908	3.253	835	5.624	586	243	73	73	8	83	7
	del cual: a tipo fijo											
2010	9.478	2.633	1.099	672	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.028	2.777	1.151	698	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 II	9.863	2.743	1.140	667	4.912	401	173	62	20	8	74	8
2011 III	9.888	2.773	1.149	679	4.887	400	112	35	8	6	58	5
2011 IV	10.028	2.777	1.151	698	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2012 I	10.240	2.890	1.200	725	5.003	421	228	103	17	14	83	11
2012 Feb	10.214	2.845	1.165	711	5.076	417	243	107	18	14	88	16
2012 Mar	10.240	2.890	1.200	725	5.003	421	223	106	17	17	75	7
2012 Abr	10.254	2.884	1.208	731	5.008	423	134	37	9	9	73	6
2012 May	10.382	2.892	1.248	741	5.075	425	160	43	36	7	71	3
	del cual: a tipo variable											
2010	4.383	1.761	1.964	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.403	1.780	1.881	90	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 II	4.295	1.764	1.836	89	477	129	84	42	23	1	13	4
2011 III	4.285	1.766	1.806	88	491	134	56	26	21	0	5	3
2011 IV	4.403	1.780	1.881	90	513	139	106	36	51	1	15	3
2012 I	4.340	1.763	1.842	92	486	157	89	45	23	1	10	8
2012 Feb	4.385	1.774	1.850	91	520	151	82	56	11	1	5	10
2012 Mar	4.340	1.763	1.842	92	486	157	92	42	30	2	11	7
2012 Abr	4.340	1.749	1.863	91	479	158	59	31	14	1	11	3
2012 May	4.362	1.747	1.889	91	477	159	68	22	33	1	8	4

Fuente: BCE.

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

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

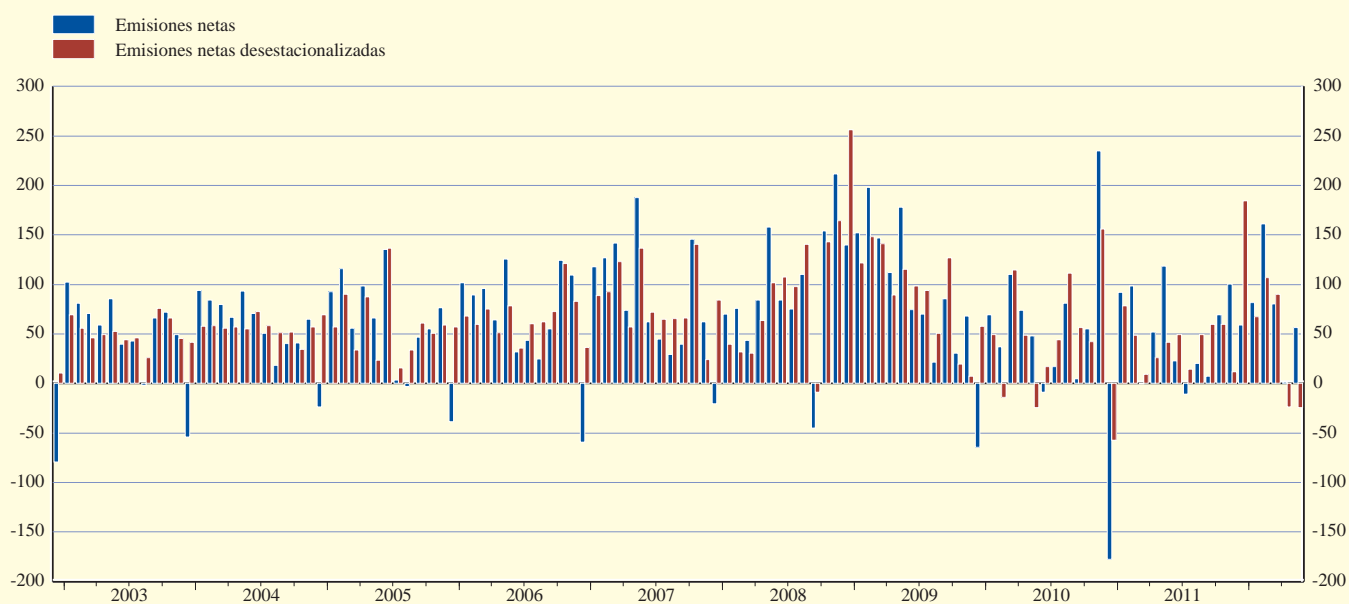
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2010	45,4	-1,2	4,7	5,0	31,6	5,3	45,3	-1,4	4,8	5,0	31,8	5,1
2011	52,4	22,7	-3,1	3,7	23,4	5,6	52,6	23,1	-2,8	3,8	23,1	5,3
2011 II	64,3	5,4	-2,4	2,7	47,5	11,0	38,9	1,0	-7,6	-0,2	34,2	11,5
III	5,6	12,8	-10,0	4,5	-3,8	2,0	41,1	20,4	5,2	6,3	5,6	3,7
IV	76,2	29,7	20,8	3,3	17,6	4,9	85,2	47,1	-4,8	6,5	36,1	0,3
2012 I	107,7	38,1	12,4	11,7	29,6	15,9	88,0	17,0	28,1	9,8	14,8	18,4
2012 Feb	161,2	73,0	11,0	10,5	45,0	21,8	106,6	39,8	19,9	8,3	16,3	22,3
Mar	80,5	24,5	37,3	13,7	-11,6	16,5	90,2	18,3	55,9	14,0	-11,3	13,3
Abr	1,3	-29,6	30,5	14,7	-8,2	-6,2	-24,0	-37,8	27,7	9,0	-15,8	-7,2
May	56,2	-30,7	15,9	12,0	59,3	-0,3	-24,4	-60,3	-1,4	5,2	33,0	-1,0
	A largo plazo											
2010	54,0	1,9	2,0	5,3	41,3	3,5	54,3	2,0	2,2	5,3	41,4	3,5
2011	48,0	12,1	-1,8	2,8	31,0	3,9	48,5	12,2	-1,5	2,8	31,1	3,9
2011 II	67,1	17,1	-5,7	2,4	46,7	6,5	35,6	6,0	-10,0	-0,6	35,1	5,0
III	-8,7	3,1	-6,4	0,9	-6,9	0,6	32,4	10,9	7,4	2,2	9,1	2,7
IV	75,8	0,8	22,1	5,5	43,8	3,6	72,9	14,9	-1,3	7,1	48,9	3,2
2012 I	91,0	35,1	7,1	10,4	27,3	11,1	84,1	24,3	21,1	10,5	17,4	10,8
2012 Feb	146,1	64,4	5,5	8,8	49,7	17,6	95,3	39,3	9,2	7,7	20,3	18,9
Mar	76,1	31,7	28,8	14,9	-8,4	9,1	79,7	27,9	46,0	14,7	-14,1	5,2
Abr	5,2	-26,2	26,9	3,0	-0,4	1,9	-14,7	-37,2	26,9	-0,1	-3,6	-0,7
May	71,6	-11,2	13,8	4,0	63,1	1,8	4,1	-33,8	0,3	-0,9	37,2	1,4

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

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



Fuente: BCE.

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

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

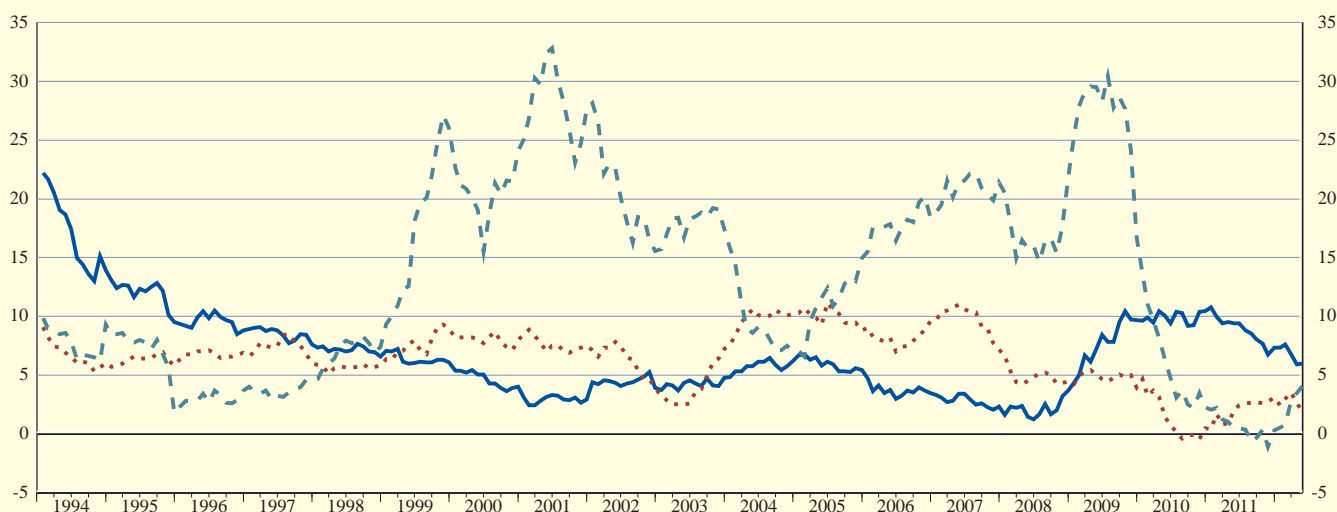
(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2011 May	3,6	1,7	0,2	4,3	6,1	17,4	1,8	3,0	-4,2	3,7	2,7	15,9
Jun	3,8	1,8	0,4	4,2	6,5	16,1	3,2	2,9	-2,1	1,8	5,2	20,1
Jul	3,6	1,9	0,3	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-3,0	2,9	5,1	15,9
Ago	3,2	2,0	-1,3	5,2	5,6	15,3	2,4	1,3	-3,9	4,4	4,9	22,0
Sep	3,3	2,4	-0,7	4,8	5,1	14,2	3,0	2,4	-0,4	4,4	4,0	16,8
Oct	3,3	2,9	-0,3	4,7	4,7	12,9	3,4	3,0	0,3	7,1	4,2	12,9
Nov	2,5	3,2	-2,2	5,1	3,0	13,6	3,0	3,4	-0,4	6,6	3,4	11,0
Dic	4,0	5,2	-1,1	5,4	4,7	12,1	4,7	7,7	0,1	9,4	4,1	4,0
2012 Ene	3,9	4,4	-1,1	6,2	4,8	15,4	5,4	7,6	0,8	9,7	4,5	14,9
Feb	4,2	4,5	-0,5	6,9	4,8	19,8	6,1	7,8	3,0	9,5	4,7	17,7
Mar	4,7	4,8	1,9	8,0	4,5	17,9	6,5	7,2	4,3	11,7	5,0	19,1
Abr	4,4	4,2	2,8	9,5	3,7	15,7	5,4	5,4	5,3	11,8	3,3	18,7
May	4,0	2,9	3,5	9,1	3,8	12,6	4,9	2,3	7,4	11,6	4,1	14,3
	A largo plazo											
2011 May	4,5	2,0	-0,6	5,2	9,1	12,1	3,4	3,6	-4,9	3,1	7,9	11,1
Jun	4,6	2,4	-0,4	4,4	9,4	9,4	3,7	3,0	-2,3	1,5	7,8	12,0
Jul	4,4	2,6	-0,6	4,8	8,7	9,8	2,7	1,4	-3,0	2,1	6,6	12,2
Ago	4,0	2,7	-1,9	4,4	8,4	10,3	2,5	1,2	-3,9	2,9	6,8	12,1
Sep	4,0	2,7	-1,2	3,4	7,9	9,4	2,8	2,2	-0,5	1,2	5,0	9,3
Oct	4,0	2,6	-0,4	3,5	7,6	8,7	3,2	1,8	0,9	3,0	5,3	8,5
Nov	3,3	2,8	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,1	1,9	0,2	4,9	4,9	9,1
Dic	4,0	3,1	-0,7	4,4	7,2	9,4	4,4	3,3	1,2	7,5	6,5	6,9
2012 Ene	3,9	2,5	-0,7	5,7	7,0	11,1	5,1	3,5	1,7	9,5	7,3	10,1
Feb	4,2	3,0	-0,5	6,5	7,0	13,5	6,0	4,7	3,1	10,2	7,3	15,2
Mar	4,7	3,5	1,6	7,6	6,2	12,7	6,5	5,0	3,8	14,2	7,4	16,3
Abr	4,2	2,7	2,6	7,2	5,4	11,7	5,2	3,5	4,2	11,4	5,5	15,0
May	4,1	1,9	3,3	7,1	5,5	10,6	5,2	1,8	6,5	9,3	6,1	12,1

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)

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



Fuente: BCE.

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

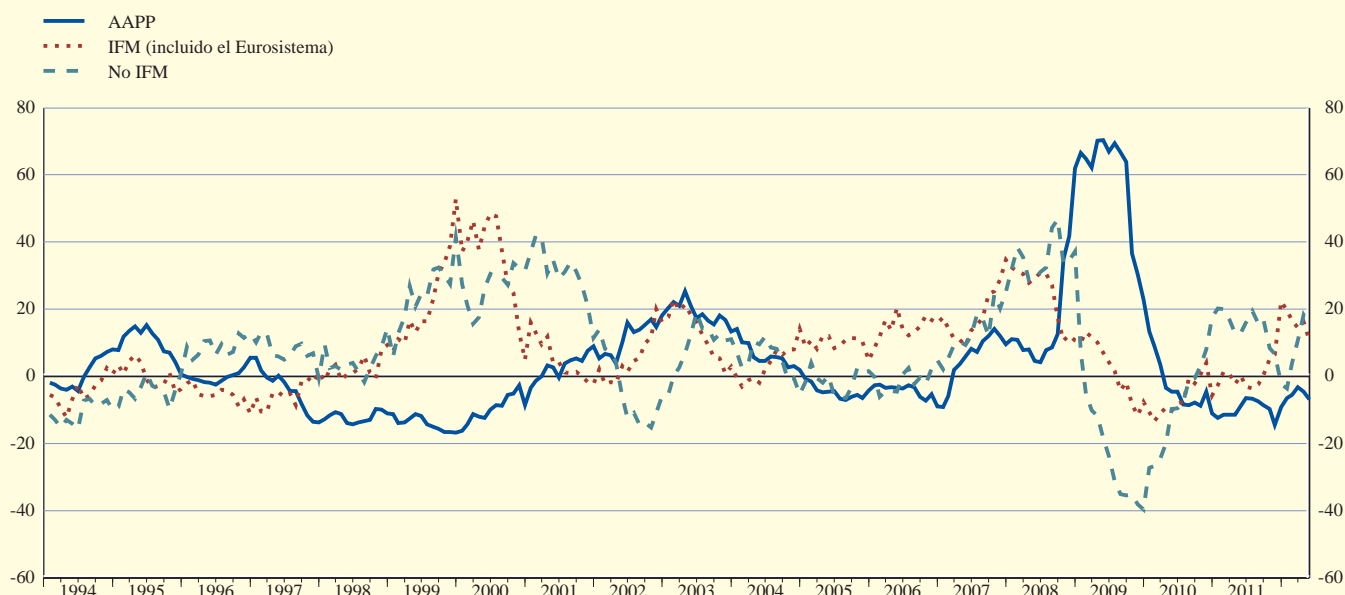
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(tasas de variación)

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

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

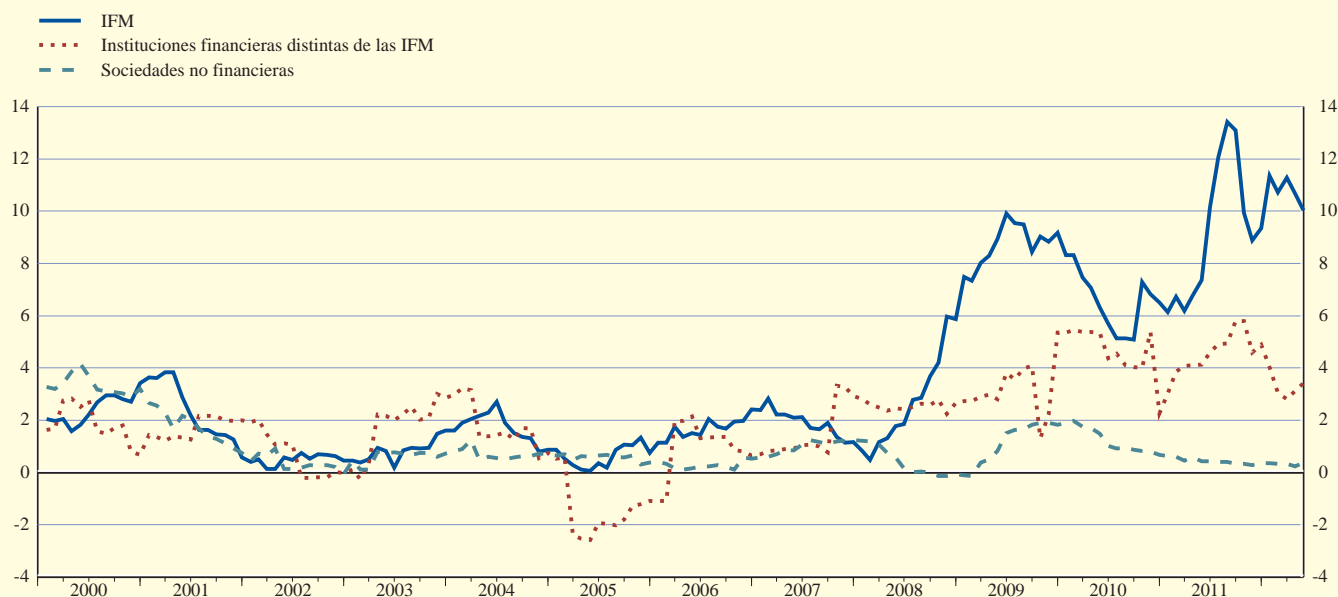
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 May	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,8	1,5
Jun	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,6	4,4	3.292,6	1,0
Jul	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,1	4,5	3.398,2	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	333,6	4,0	3.683,0	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	104,5	1,4	514,3	6,1	365,8	3,0	3.879,7	0,6
Feb	4.845,8	104,7	1,5	535,0	6,7	379,0	3,9	3.931,9	0,6
Mar	4.767,3	104,8	1,4	491,7	6,2	363,3	4,1	3.912,4	0,5
Abr	4.891,8	105,0	1,5	497,5	6,8	371,5	4,1	4.022,7	0,6
May	4.761,5	105,0	1,4	475,9	7,4	356,3	4,1	3.929,2	0,4
Jun	4.706,4	105,5	1,7	491,6	10,2	350,6	4,6	3.864,2	0,4
Jul	4.488,6	105,7	1,9	458,8	12,1	325,6	4,9	3.704,2	0,4
Ago	3.960,9	105,9	2,0	383,0	13,4	281,7	4,9	3.296,2	0,4
Sep	3.734,2	105,9	2,0	350,7	13,1	264,4	5,8	3.119,1	0,3
Oct	4.027,2	105,9	1,7	360,6	9,9	288,0	5,8	3.378,6	0,3
Nov	3.876,5	106,0	1,5	330,0	8,9	271,5	4,6	3.275,0	0,3
Dic	3.888,9	106,1	1,6	339,6	9,3	270,7	4,9	3.278,6	0,4
2012 Ene	4.101,9	106,3	1,7	375,8	11,3	298,1	4,0	3.428,0	0,4
Feb	4.267,1	106,3	1,5	395,0	10,7	311,3	3,1	3.560,8	0,3
Mar	4.251,8	106,4	1,5	373,4	11,3	311,1	2,8	3.567,4	0,3
Abr	4.078,9	106,5	1,4	327,6	10,7	292,0	3,1	3.459,4	0,2
May	3.770,8	106,5	1,5	281,1	10,0	260,1	3,4	3.229,6	0,4

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

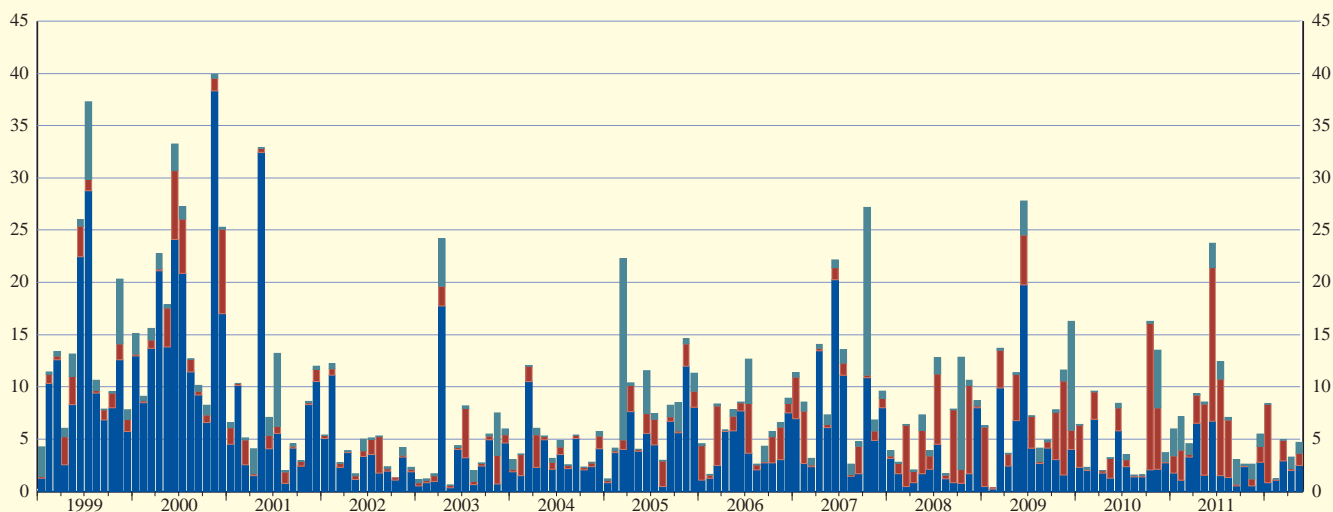
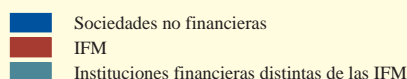
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
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
Jun	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Jul	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,5	2,4	0,8	1,6
Ago	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Nov	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Ene	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Feb	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mar	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Abr	9,4	0,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,5	6,0
May	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Jun	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Jul	12,4	0,7	11,7	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,5	0,7	0,8
Ago	7,1	1,0	6,1	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,8	0,5
Sep	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Oct	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Nov	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,5	1,5	-1,0
Dic	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 Ene	8,3	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5
Feb	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mar	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Abr	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
May	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,1	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras						Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo					
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
2011 Jul	0,52	2,74	3,16	3,10	1,67	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41		
Ago	0,54	2,73	3,16	2,99	1,74	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42		
Sep	0,55	2,73	3,15	2,92	1,76	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47		
Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,77	1,96	0,69	1,67	2,74	2,72	1,65		
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,78	1,96	0,66	1,47	2,61	2,85	1,62		
Dic	0,54	2,78	3,20	3,06	1,79	1,97	0,65	1,50	2,76	2,90	1,38		
2012 Ene	0,53	2,94	3,49	3,15	1,81	1,96	0,61	1,27	2,95	2,92	1,23		
Feb	0,52	2,90	3,38	3,16	1,81	1,96	0,59	1,22	2,96	3,01	1,05		
Mar	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,59	1,25	2,75	2,98	0,97		
Abr	0,49	2,82	2,92	2,84	1,76	1,95	0,55	1,10	2,70	3,07	1,28		
May	0,48	2,65	2,90	2,68	1,74	1,92	0,55	1,01	2,31	2,75	0,93		
Jun	0,48	2,71	2,73	2,66	1,73	1,88	0,52	1,04	2,30	2,69	0,98		

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado ³⁾	Crédito al consumo					Préstamos para adquisición de vivienda					Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			TAE ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				TAE ⁴⁾	Por fijación del tipo inicial			
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
						3					4				5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2011 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	4,21	
Oct	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	
Nov	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02	
Dic	8,37	17,08	5,26	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92	
2012 Ene	8,46	17,06	5,61	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,88	4,76	3,93	
Feb	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,62	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,86	4,71	4,04	
Mar	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,31	3,57	3,61	3,91	3,83	3,73	4,74	3,90	
Abr	8,26	17,10	5,42	6,31	7,95	7,35	3,20	3,58	3,59	3,96	3,79	3,65	4,68	3,89	
May	8,26	17,10	5,65	6,39	7,95	7,47	3,14	3,54	3,53	3,84	3,72	3,80	4,74	3,83	
Jun	8,25	17,08	5,67	6,27	7,73	7,27	3,11	3,48	3,46	3,69	3,66	3,60	4,67	3,64	

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011 Jul	4,43	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	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	2,79	3,56	3,64	3,99	3,87	4,06
Sep	4,54	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,69	3,63	3,64	3,74
Oct	4,61	4,70	5,10	4,86	4,99	4,56	4,27	2,98	3,54	3,78	3,89	3,60	3,71
Nov	4,61	4,77	5,26	4,98	5,10	4,65	4,26	2,80	3,65	3,42	3,92	3,60	3,71
Dic	4,67	4,89	5,15	4,98	5,05	4,59	4,27	3,04	3,74	3,11	3,95	3,73	3,75
2012 Ene	4,64	4,93	5,35	4,78	5,04	4,40	4,33	2,66	3,70	3,06	3,45	2,70	3,80
Feb	4,59	4,86	5,25	4,74	5,02	4,65	4,41	2,50	3,76	3,36	3,89	3,77	3,64
Mar	4,61	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
Abr	4,47	4,96	5,09	4,61	4,85	4,57	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59
May	4,44	4,82	5,11	4,60	4,84	4,49	4,20	2,37	3,75	3,41	3,48	3,60	3,51
Jun	4,40	4,81	5,03	4,58	4,76	4,41	4,16	2,44	3,22	3,45	3,03	3,34	3,26

Fuente: BCE.

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

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

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

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

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo		Disponibles con preaviso ³⁾		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Jul	0,52	2,54	2,77	1,67	1,93	0,66	2,13	3,13	1,94
Ago	0,54	2,59	2,77	1,74	1,93	0,68	2,12	3,14	1,97
Sep	0,55	2,62	2,79	1,76	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07
Oct	0,55	2,66	2,78	1,77	1,96	0,69	2,16	3,14	2,15
Nov	0,55	2,70	2,80	1,78	1,96	0,66	2,17	3,16	2,24
Dic	0,54	2,73	2,78	1,79	1,97	0,65	2,14	3,13	2,37
2012 Ene	0,53	2,76	2,78	1,81	1,96	0,61	2,10	3,16	2,46
Feb	0,52	2,79	2,80	1,81	1,96	0,59	2,08	3,20	2,62
Mar	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,59	2,00	3,13	2,58
Abr	0,49	2,78	2,82	1,76	1,95	0,55	1,96	3,09	2,56
May	0,48	2,76	2,80	1,74	1,92	0,55	1,91	3,06	2,39
Jun	0,48	2,73	2,81	1,73	1,88	0,52	1,88	3,08	2,47

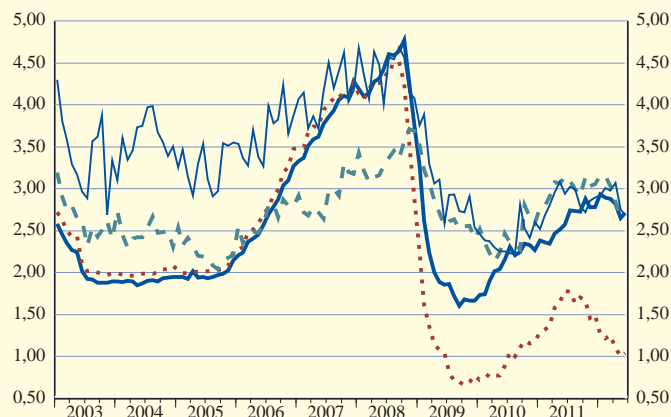
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2011 Jul	4,03	3,79	3,90	8,02	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	3,79	3,92	8,14	6,48	5,32	4,11	3,85	3,73
Oct	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,19	3,86	3,74
Nov	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
Dic	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Ene	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,29	4,24	3,81	3,68
Feb	4,04	3,69	3,86	8,09	6,39	5,27	4,18	3,78	3,67
Mar	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,16	3,66	3,60
Abr	3,93	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,61	3,54
May	3,87	3,62	3,77	7,95	6,29	5,16	3,99	3,58	3,50
Jun	3,86	3,59	3,76	7,84	6,30	5,14	3,96	3,52	3,46

G21 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

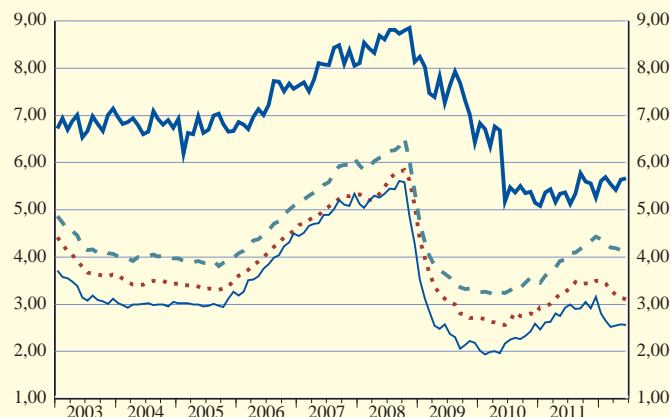
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- - De las sociedades no financieras, más de 2 años



G22 Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- - A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas con ellos, véase la página S42.

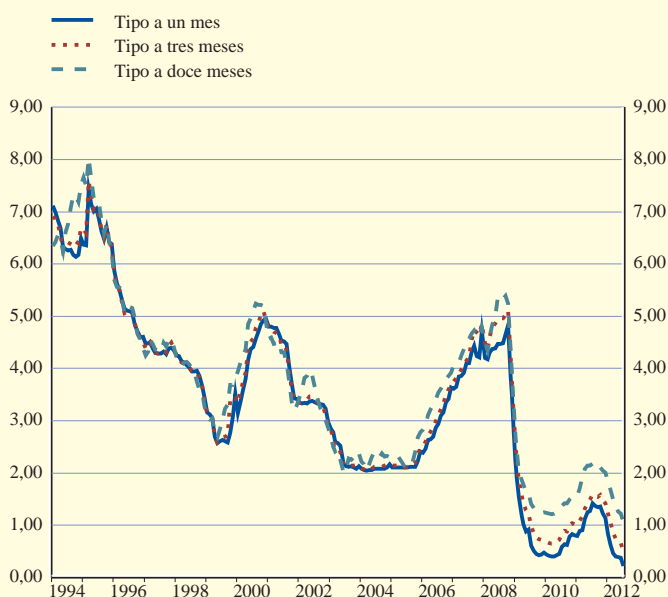
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1),2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (euribor) 2	Depósitos a 3 meses (euribor) 3	Depósitos a 6 meses (euribor) 4	Depósitos a 12 meses (euribor) 5	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 6	Depósitos a 3 meses (LIBOR) 7
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2011 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
2012 I	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
II	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
2011 Jul	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
Ago	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19
Sep	1,01	1,35	1,54	1,74	2,07	0,35	0,19
Oct	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dic	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Ene	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Feb	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
Mar	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
Abr	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20
May	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20
Jun	0,33	0,38	0,66	0,93	1,22	0,47	0,20
Jul	0,18	0,22	0,50	0,78	1,06	0,45	0,20

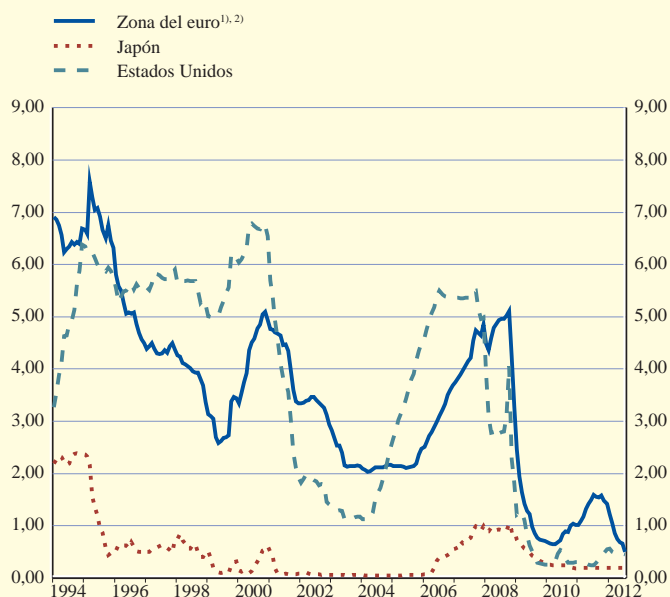
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1),2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

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

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

4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

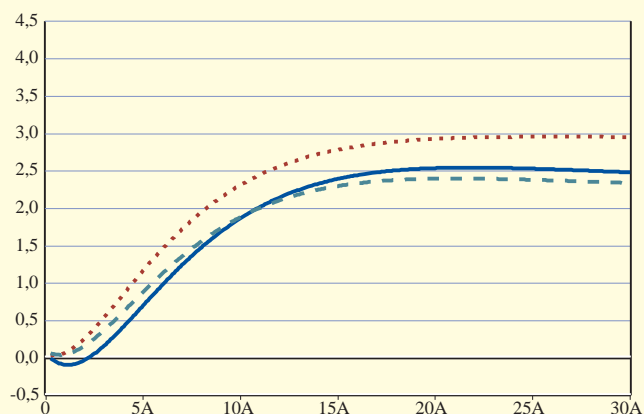
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 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
2011 IV	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 I	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2012 II	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
2011 Jul	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
2011 Ago	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22
2011 Sep	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
2011 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
2011 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
2011 Dic	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Ene	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
2012 Feb	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
2012 Mar	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
2012 Abr	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10
2012 May	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23
2012 Jun	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
2012 Jul	0,00	-0,09	-0,02	0,71	1,25	1,87	1,87	1,89	-0,11	0,26	2,12	3,52

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

(porcentaje; fin de período)

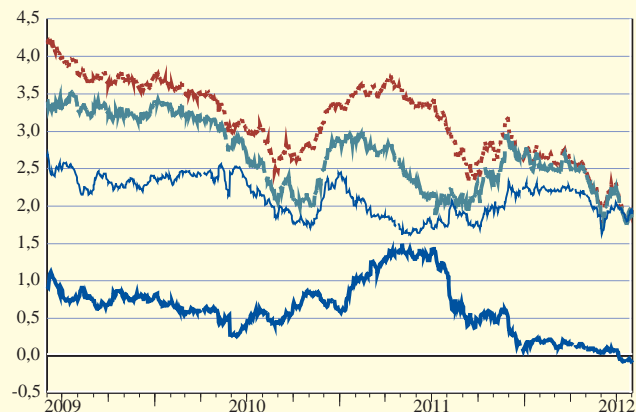
— Julio 2012
- - - Junio 2012
- - - Mayo 2012



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

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

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



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

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

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

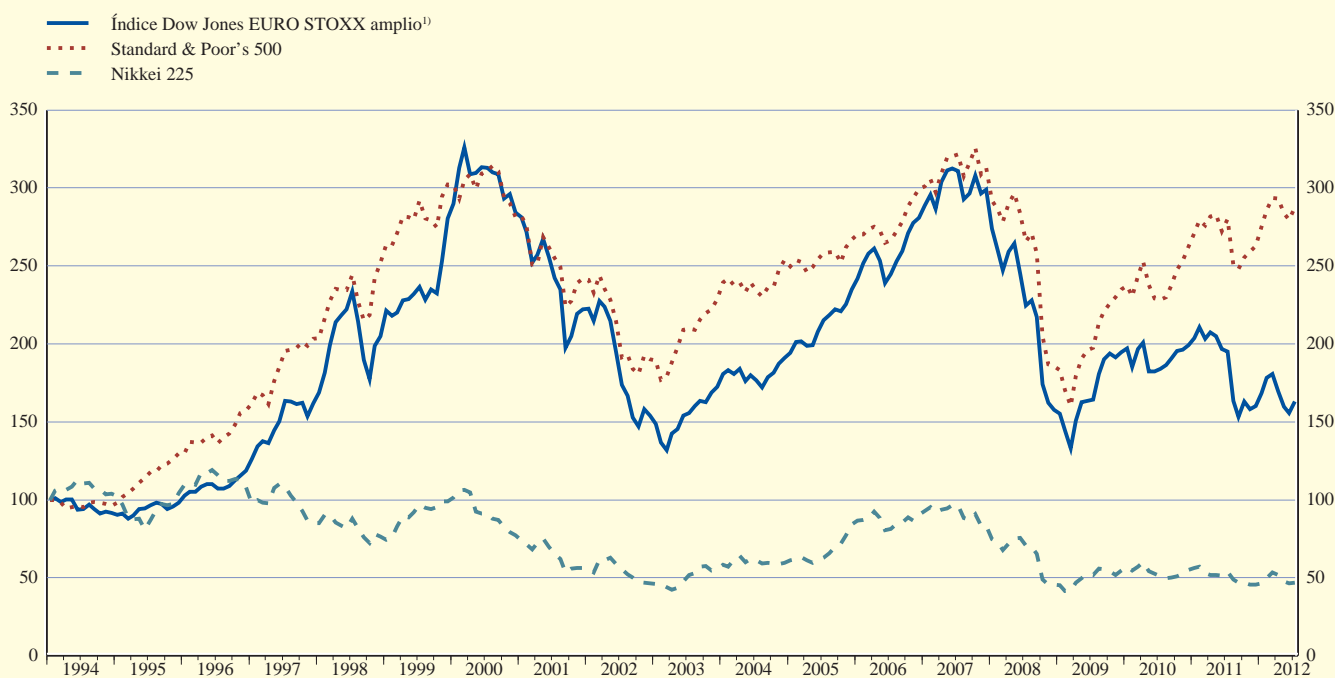
4.8 Índices bursátiles

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

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

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

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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



PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total en 2012	100,0	100,0	81,8	58,5	41,5	100,0	11,9	7,2	28,5	11,0	41,5	88,2	11,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,5
2011 II	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,8	1,1	0,4	0,3	2,8	0,6	2,6	3,6
III	112,9	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	-0,1	-0,3	0,4	0,5	2,6	3,5
IV	114,1	2,9	2,0	3,7	1,9	0,8	1,1	1,0	1,1	1,5	0,3	2,9	3,5
2012 I	114,3	2,7	1,9	3,3	1,8	0,8	0,7	0,6	0,2	4,1	0,5	2,6	3,4
II	115,9	2,5	1,8	3,0	1,7	0,5	0,6	0,7	0,2	1,0	0,5	2,3	3,4
2012 Feb	114,0	2,7	1,9	3,4	1,8	0,3	0,3	0,8	0,1	1,1	0,1	2,6	3,4
Mar	115,5	2,7	1,9	3,3	1,8	0,3	0,2	0,2	0,2	1,6	0,1	2,6	3,3
Abr	116,0	2,6	1,9	3,2	1,7	0,3	0,2	0,0	0,0	1,1	0,3	2,5	3,3
May	115,9	2,4	1,8	2,9	1,8	-0,1	0,2	0,0	0,0	-1,4	0,1	2,3	3,4
Jun	115,8	2,4	1,8	2,8	1,7	0,0	0,1	1,0	0,0	-1,7	0,2	2,2	3,4
Jul ³⁾	.	2,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

% del total en 2005	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía		
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,9
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,1
2011	118,3	5,9	5,5	3,8	5,9	1,4	3,1	2,1	3,3	11,9	3,3	1,0
2011 I	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,1	2,0
II	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1
III	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,3	1,0
IV	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	2,9	-0,2
2012 I	121,0	3,7	3,0	1,7	1,2	1,2	2,9	2,3	3,0	9,5	1,9	-1,0
2011 Dic	119,2	4,3	3,7	2,5	2,7	1,4	3,1	2,3	3,3	9,5	-	-
2012 Ene	120,3	3,9	3,3	2,0	1,6	1,3	3,0	2,3	3,1	9,7	-	-
Feb	121,0	3,7	3,0	1,7	1,1	1,2	2,9	2,4	3,0	9,9	-	-
Mar	121,7	3,5	2,6	1,6	0,9	1,2	2,8	2,3	2,8	9,0	-	-
Abr	121,7	2,6	2,0	1,3	0,6	1,2	2,2	2,0	2,3	6,7	-	-
May	121,2	2,3	1,8	1,1	0,5	1,3	1,9	1,9	1,9	6,3	-	-

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

% del total	Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones ⁶⁾	Impor- taciones ⁶⁾
		Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino					Demanda interna					
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
	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	2,0	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	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,0	-0,4	-3,5	-6,2
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,0	0,8	1,5	1,7	0,8	1,0	2,9	4,9
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,9	20,7	7,5	109,4	1,2	2,1	2,5	0,9	2,0	3,7	5,9
2011 II	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,2	1,3	2,0	2,5	1,0	1,8	3,7	5,6
III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,6	1,3	2,1	2,4	1,1	2,0	3,2	5,3
IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,4	-6,0	109,8	1,4	2,1	2,6	0,9	2,1	2,9	4,8
2012 I	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,6	-5,6	110,1	1,2	1,7	2,3	1,1	1,7	2,1	3,3
II	84,6	-1,1	-3,3	0,1	1,1	4,1	-1,2								
2012 Feb	89,7	-7,5	-10,5	-6,0	-6,5	-6,5	-6,5								
Mar	94,2	-5,2	-8,1	-3,8	-3,6	-2,3	-4,6								
Abr	91,4	-3,8	-5,1	-3,1	-2,5	0,3	-4,5								
May	86,0	-0,2	-2,8	1,1	2,5	5,4	0,2								
Jun	76,4	0,9	-1,9	2,3	3,4	6,7	0,9								
Jul	83,2	4,6	11,4	1,3	7,1	17,4	-0,5								

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

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

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

3) Brent (para entrega en un mes).

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

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

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual)

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios ¹⁾												
2010	109,3	-0,8	0,2	-5,9	1,6	-1,5	-1,4	-0,3	2,2	0,5	1,0	1,5
2011	110,2	0,8	-1,6	-0,1	0,2	0,5	3,0	0,8	3,7	3,1	0,8	1,6
2011 II	110,2	0,9	-1,7	-0,5	1,4	0,3	3,2	2,8	3,9	3,1	0,6	2,2
III	110,1	1,2	-2,2	-0,1	0,3	1,6	3,4	0,0	1,9	3,1	1,1	1,9
IV	110,8	1,4	-2,5	2,1	-1,2	1,2	3,7	-1,4	4,5	3,5	0,9	1,7
2012 I	111,2	1,5	-1,7	2,9	1,2	1,6	3,9	-0,3	1,6	2,2	0,7	1,7
Remuneración por asalariado												
2010	111,6	1,7	2,4	3,7	1,2	1,7	2,7	2,1	3,4	0,5	1,0	1,3
2011	114,1	2,2	2,6	3,4	3,2	2,0	2,2	1,4	2,2	3,0	1,3	1,5
2011 II	114,0	2,2	2,2	4,1	2,7	1,7	1,9	2,5	2,5	2,9	1,1	1,4
III	114,2	2,3	2,5	3,3	2,8	2,2	2,6	1,8	2,0	3,3	1,5	1,5
IV	114,8	2,2	2,3	2,5	3,6	2,1	2,4	0,1	2,1	3,5	1,7	2,4
2012 I	115,5	1,9	1,7	2,2	3,2	2,1	2,5	0,8	2,6	2,5	1,1	2,3
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾												
2010	102,2	2,5	2,2	10,2	-0,4	3,3	4,1	2,4	1,2	0,0	0,0	-0,3
2011	103,5	1,3	4,3	3,5	3,0	1,5	-0,7	0,6	-1,4	-0,1	0,5	-0,2
2011 II	103,4	1,3	4,0	4,6	1,3	1,4	-1,2	-0,3	-1,3	-0,2	0,6	-0,8
III	103,7	1,2	4,8	3,4	2,5	0,6	-0,8	1,8	0,1	0,2	0,4	-0,4
IV	103,6	0,9	4,9	0,4	4,9	0,9	-1,2	1,4	-2,3	-0,1	0,8	0,7
2012 I	103,8	0,4	3,4	-0,7	2,0	0,4	-1,3	1,1	0,9	0,3	0,4	0,7
Remuneración por hora trabajada												
2010	113,3	1,0	0,7	0,9	1,5	1,4	1,9	1,6	2,3	-0,2	0,7	1,3
2011	115,6	2,0	0,2	2,6	3,2	2,1	2,6	0,9	2,5	2,4	1,3	1,8
2011 II	115,8	2,5	1,5	3,5	3,3	2,2	3,2	2,3	3,6	2,9	1,5	2,2
III	115,7	2,2	0,4	2,9	2,8	2,0	2,6	1,2	2,0	2,6	1,8	2,0
IV	116,6	2,1	0,6	2,6	4,1	2,0	2,8	-0,6	3,1	2,5	1,5	2,3
2012 I	116,8	2,1	4,4	2,1	4,2	2,3	2,6	1,2	5,4	2,6	0,7	2,7
Productividad del trabajo por hora trabajada ³⁾												
2010	104,1	1,9	1,3	7,4	-0,5	2,8	3,5	1,7	0,0	-0,5	-0,3	0,0
2011	105,4	1,3	3,5	2,9	2,8	1,8	-0,4	0,1	-1,0	-0,4	0,5	0,1
2011 II	105,6	1,8	4,5	4,3	1,9	2,1	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	0,9	-0,1
III	105,6	1,2	4,9	3,3	2,2	0,6	-1,0	1,3	-0,4	-0,2	0,7	-0,2
IV	105,7	0,8	4,5	0,6	5,1	1,0	-1,0	1,1	-1,1	-0,7	0,6	0,5
2012 I	105,6	0,7	4,8	-0,7	2,9	0,9	-1,3	1,5	2,7	0,4	0,0	1,0

5. Índices de costes laborales ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,0	1,8	1,8	1,7
2011	107,2	2,8	2,6	3,4	3,2	2,5	2,6	2,0
2011 II	107,2	3,3	3,1	3,8	4,2	2,9	2,9	1,9
III	107,2	2,6	2,4	3,0	2,7	2,4	2,5	2,1
IV	108,0	2,8	2,6	3,5	3,3	2,9	2,6	2,0
2012 I	108,3	2,0	1,9	2,0	2,5	1,9	1,8	2,0

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

- 1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.
- 2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).
- 3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.
- 4) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna				Saldo exterior ¹⁾			
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Precios corrientes (mm de euros)									
2008	9.244,5	9.159,2	5.207,1	1.898,8	1.989,5	63,7	85,3	3.882,1	3.796,8
2009	8.919,8	8.802,0	5.126,6	1.986,6	1.735,9	-47,0	117,8	3.273,4	3.155,6
2010	9.162,8	9.045,4	5.262,4	2.015,3	1.753,1	14,6	117,4	3.749,3	3.631,9
2011	9.413,3	9.280,8	5.403,2	2.027,4	1.813,7	36,5	132,6	4.128,5	3.996,0
2011 I	2.337,5	2.315,3	1.343,9	505,1	452,4	13,9	22,2	1.009,1	986,9
II	2.351,8	2.325,5	1.345,6	506,6	453,7	19,5	26,3	1.024,9	998,5
III	2.361,5	2.323,6	1.354,1	508,0	453,3	8,2	37,9	1.046,8	1.008,9
IV	2.358,7	2.314,0	1.357,8	507,4	452,7	-4,0	44,7	1.043,6	998,9
2012 I	2.365,1	2.315,3	1.364,3	510,7	448,0	-7,7	49,7	1.061,3	1.011,6
Porcentaje del PIB									
2011	100,0	98,6	57,4	21,5	19,3	0,4	1,4	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2011 I	0,7	0,5	0,0	-0,4	2,0	-	-	1,4	0,8
II	0,2	-0,1	-0,6	-0,1	-0,4	-	-	1,1	0,6
III	0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-	1,5	0,7
IV	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2	-0,6	-	-	-0,6	-1,9
2012 I	0,0	-0,5	0,0	0,4	-1,4	-	-	1,0	-0,2
<i>tasas de variación interanual</i>									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,4	-3,8	-1,2	2,6	-12,4	-	-	-12,7	-11,5
2010	2,0	1,2	0,9	0,7	0,0	-	-	11,2	9,6
2011	1,5	0,5	0,2	-0,3	1,4	-	-	6,2	4,0
2011 I	2,4	1,7	1,0	0,0	3,7	-	-	10,0	8,3
II	1,7	0,8	0,2	-0,2	1,2	-	-	6,4	4,5
III	1,3	0,4	0,2	-0,4	0,8	-	-	5,7	3,6
IV	0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,7	-	-	3,5	0,3
2012 I	0,0	-1,7	-0,7	0,0	-2,6	-	-	3,0	-0,7
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2011 I	0,7	0,5	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,3	-	-
II	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,3	0,2	-	-
III	0,1	-0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,4	0,3	-	-
IV	-0,3	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,4	0,5	-	-
2012 I	0,0	-0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,3	0,5	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,4	-3,8	-0,7	0,5	-2,7	-1,0	-0,6	-	-
2010	2,0	1,2	0,5	0,1	0,0	0,6	0,7	-	-
2011	1,5	0,5	0,1	-0,1	0,3	0,2	1,0	-	-
2011 I	2,4	1,7	0,6	0,0	0,7	0,4	0,8	-	-
II	1,7	0,8	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,8	-	-
III	1,3	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,9	-	-
IV	0,7	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	-0,3	1,4	-	-
2012 I	0,0	-1,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,7	1,6	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subven- ciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comu- nicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administra- tivas y servicios auxiliares	Adminis- tración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Precios corrientes (mm de euros)</i>												
2008	8.299,2	141,9	1.652,6	561,5	1.597,7	356,5	385,3	930,7	859,8	1.521,1	292,0	945,3
2009	8.026,5	126,1	1.469,9	536,2	1.522,1	358,3	427,5	903,0	804,4	1.581,2	297,8	893,3
2010	8.222,4	138,8	1.557,8	514,2	1.564,0	357,9	441,4	918,7	817,5	1.610,0	302,0	940,4
2011	8.439,7	144,6	1.631,2	521,6	1.618,0	355,1	440,1	947,2	845,2	1.630,9	305,8	973,6
2011 I	2.095,4	36,7	403,7	131,0	401,4	89,0	108,9	233,6	209,0	406,0	76,1	242,2
II	2.106,9	36,8	406,8	129,9	404,3	88,7	109,5	236,5	210,8	408,0	75,6	244,9
III	2.117,1	35,6	411,9	129,6	405,2	89,1	110,8	237,9	212,2	408,3	76,5	244,4
IV	2.116,1	35,4	406,5	130,8	406,0	88,1	110,8	239,3	213,3	408,5	77,5	242,6
2012 I	2.121,0	37,7	405,9	129,9	407,8	88,2	110,4	238,3	213,5	411,4	78,0	244,1
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2011	100,0	1,7	19,3	6,2	19,2	4,2	5,2	11,2	10,0	19,3	3,6	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2011 I	0,7	1,6	1,4	1,9	0,9	-0,4	1,2	-0,4	1,1	0,2	-0,4	0,7
II	0,2	0,4	0,5	-1,1	0,1	0,4	0,0	0,6	0,5	0,2	-0,9	0,1
III	0,2	0,1	0,3	-0,9	0,0	0,2	0,8	0,2	0,3	0,2	0,8	-0,4
IV	-0,3	0,2	-1,7	-0,1	0,0	0,1	-0,5	0,5	-0,1	0,1	0,6	-0,7
2012 I	-0,1	1,7	0,0	-0,9	0,1	-0,4	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	0,7
<i>tasas de variación interanual</i>												
2008	0,6	1,8	-2,3	-1,1	1,1	2,8	1,2	1,2	1,6	1,9	1,7	-1,3
2009	-4,4	-0,4	-13,2	-7,0	-5,7	1,2	3,9	0,5	-7,4	1,4	0,2	-4,2
2010	2,1	1,0	6,8	-4,2	2,6	2,9	1,3	0,2	2,0	0,9	0,5	0,8
2011	1,5	1,8	3,4	-1,0	2,0	0,7	0,5	0,8	2,4	0,6	-0,4	1,2
2011 I	2,3	0,4	6,0	0,1	3,3	1,3	-0,8	0,7	3,3	0,6	0,2	3,5
II	1,7	1,7	4,4	-1,8	2,4	0,7	-0,5	1,0	2,9	0,6	-1,3	1,5
III	1,4	2,7	3,7	-1,8	1,4	0,7	1,8	0,8	2,2	0,6	-0,6	0,6
IV	0,8	2,3	0,4	-0,2	1,0	0,3	1,6	0,8	1,8	0,8	0,1	-0,3
2012 I	0,0	2,3	-1,1	-3,0	0,2	0,3	0,8	1,1	0,4	0,4	0,8	-0,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2011 I	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2012 I	-0,1	0,0	0,0	-0,1	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>												
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,1	-0,8	0,2	0,0	-
2010	2,1	0,0	1,2	-0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2011 I	2,3	0,0	1,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
III	1,4	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
IV	0,8	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2012 I	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

3. Producción industrial

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

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

	Nuevos pedidos ¹⁾		Cifra de negocios		Ventas al por menor, incluido combustible para vehículos de motor								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) ³⁾		
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación		Combustible	Total (d.; miles) ³⁾	Total	
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% 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		
2009	87,4	-22,8	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,3	-5,8	924	3,3
2010	102,8	17,7	105,2	10,2	2,1	101,5	0,9	0,5	1,8	2,2	1,1	-2,8	843	-8,5
2011	111,6	8,6	114,7	8,9	1,6	100,9	-0,6	-1,0	0,1	-1,3	0,0	-3,6	838	-1,1
2011 III	110,9	5,4	115,7	8,8	1,8	101,2	-0,5	-0,8	0,1	-2,2	0,0	-4,5	822	2,9
2011 IV	108,6	-0,6	114,6	4,0	1,0	100,1	-1,3	-1,7	-0,8	-4,1	-0,3	-4,3	830	-1,7
2012 I	108,2	-3,9	115,1	1,1	1,2	100,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,9	-2,0	-5,6	775	-11,4
2012 II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	771	-6,7
2012 Feb	107,8	-4,7	115,2	0,7	0,1	100,1	-2,0	-0,5	-2,1	-6,2	-3,3	-7,5	764	-14,8
2012 Mar	109,2	-2,9	115,5	1,2	2,2	100,2	-0,1	-0,7	0,8	2,8	-0,4	-5,5	800	-7,2
2012 Abr	.	.	114,1	-1,0	-1,7	98,9	-3,4	-3,3	-3,0	-12,0	-2,4	-7,4	764	-7,7
2012 May	.	.	114,2	-1,1	0,9	99,8	-0,8	-0,4	-0,5	-1,6	-1,7	-5,5	771	-6,6
2012 Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	777	-6,1
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>														
2012 Feb	-	0,2	-	0,4	0,0	-	-0,1	0,6	-0,4	-1,7	-0,7	-3,1	-	0,5
2012 Mar	-	1,3	-	0,3	0,5	-	0,1	-0,4	0,7	4,6	0,8	-0,5	-	4,6
2012 Abr	-	.	-	-1,1	-1,4	-	-1,3	-0,3	-1,8	-9,0	-0,5	-1,7	-	-4,5
2012 May	-	.	-	0,1	0,9	-	0,9	0,4	1,4	7,0	-0,3	1,5	-	1,0
2012 Jun	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	.	-	0,7

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

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

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

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

5.2 Producto y demanda

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

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,7	0,8	11,4	76,7	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,4	80,3	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 II	105,2	4,0	-2,0	-0,7	13,1	80,9	-10,7	-6,7	-12,6	15,2	-8,3
III	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,0	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
IV	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,7	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 I	94,1	-6,6	-15,8	6,1	2,1	79,8	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
II	91,1	-11,1	-22,9	6,8	-3,6	78,8	-19,7	-10,4	-24,4	32,6	-11,2
2012 Feb	94,5	-5,7	-14,2	5,9	3,0	-	-20,3	-10,0	-24,2	36,2	-10,7
Mar	94,5	-7,1	-16,8	6,0	1,5	-	-19,1	-9,4	-21,0	34,7	-11,3
Abr	92,9	-9,0	-19,3	6,1	-1,6	79,7	-19,9	-10,5	-24,0	33,5	-11,7
May	90,5	-11,4	-23,6	7,1	-3,5	-	-19,3	-10,8	-23,7	30,8	-11,8
Jun	89,9	-12,8	-25,8	7,2	-5,6	-	-19,8	-10,0	-25,6	33,4	-10,2
Jul	87,9	-15,0	-28,3	9,1	-7,6	77,8	-21,5	-10,3	-27,9	36,5	-11,2

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 II	-26,9	-33,8	-20,0	-2,4	-1,6	9,7	4,1	9,5	7,1	9,7	11,6
III	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
IV	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 I	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
II	-28,6	-33,4	-23,7	-14,5	-18,5	14,7	-10,5	-5,0	-11,0	-4,8	0,9
2012 Feb	-24,6	-31,4	-17,9	-14,0	-14,3	16,8	-11,0	-0,9	-6,9	-1,3	5,4
Mar	-26,7	-30,6	-22,8	-12,0	-11,6	15,5	-8,9	-0,3	-5,5	-0,6	5,2
Abr	-27,5	-30,9	-24,0	-11,1	-11,8	12,9	-8,5	-2,4	-8,1	-2,3	3,2
May	-30,2	-35,0	-25,4	-18,1	-24,4	16,9	-13,1	-5,2	-11,1	-4,5	0,2
Jun	-28,1	-34,3	-21,8	-14,4	-19,2	14,2	-9,8	-7,4	-13,9	-7,6	-0,7
Jul	-28,4	-35,1	-21,7	-15,0	-18,9	14,1	-11,8	-8,5	-13,7	-9,2	-2,7

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período a partir de 1990.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	146.746	125.741	21.005	5.039	23.053	9.929	36.043	4.018	4.070	1.290	18.145	34.435	10.723
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2011	100,0	85,7	14,3	3,4	15,7	6,8	24,6	2,7	2,8	0,9	12,4	23,5	7,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,8	-1,8	-1,8	-2,2	-5,1	-6,6	-1,6	-0,7	0,3	-4,0	-2,5	1,2	1,0
2010	-0,6	-0,5	-0,8	-1,2	-3,1	-3,8	-0,7	-1,2	-1,0	-1,0	2,0	1,0	0,8
2011	0,1	0,3	-1,1	-2,4	-0,1	-3,9	0,5	1,4	-0,1	2,3	2,5	0,1	-0,2
2011 II	0,3	0,6	-1,0	-2,2	-0,2	-3,1	1,0	1,9	-0,3	2,4	3,1	0,1	-0,6
III	0,2	0,4	-1,3	-2,0	0,2	-4,2	0,8	1,5	0,0	0,7	2,0	0,2	-0,2
IV	-0,2	0,0	-1,3	-2,5	0,0	-4,9	0,0	1,5	0,1	3,2	1,8	0,0	-0,6
2012 I	-0,4	-0,3	-1,0	-1,0	-0,4	-4,8	-0,2	1,6	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,1
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 II	0,2	0,3	-0,6	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,7	-0,2	-0,3	0,8	-0,1	-0,6
III	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	0,1	-1,6	-0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,3	0,1	0,0
IV	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	-1,5	-0,5	0,3	0,0	2,0	0,3	-0,1	0,1
2012 I	-0,2	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	-1,3	-0,2	1,0	-0,2	-0,8	-0,7	0,0	0,6
Horas trabajadas													
<i>nivel (millones)</i>													
2011	232.648	187.478	45.170	10.553	36.690	17.682	60.661	6.452	6.470	1.992	27.835	49.175	15.139
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2011	100,0	80,6	19,4	4,5	15,8	7,6	26,1	2,8	2,8	0,9	12,0	21,1	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-3,4	-3,6	-2,7	-3,1	-9,0	-7,6	-2,9	-1,2	-1,2	-4,3	-3,7	0,9	-0,5
2010	0,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-3,8	-0,3	-0,6	-0,4	0,2	2,5	1,2	0,6
2011	0,1	0,5	-1,3	-1,6	0,5	-3,7	0,2	1,1	0,4	1,9	2,9	0,1	-0,5
2011 II	-0,1	0,3	-1,7	-2,7	0,1	-3,6	0,2	0,8	-0,1	1,0	3,0	-0,2	-1,3
III	0,2	0,5	-1,4	-2,1	0,4	-3,9	0,8	1,7	0,5	1,1	2,4	-0,1	-0,3
IV	-0,2	0,1	-1,4	-2,1	-0,2	-5,1	0,0	1,3	0,4	1,9	2,5	0,2	-0,5
2012 I	-0,7	-0,5	-1,4	-2,3	-0,3	-5,7	-0,6	1,6	-0,6	-1,5	0,0	0,3	-0,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 II	-0,5	-0,3	-1,1	-1,2	-0,6	-1,5	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	0,1	-0,4	-1,6
III	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,5	-1,0	0,3	0,2	0,3	0,6	0,0	0,1	0,7
IV	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-2,5	-0,8	-0,2	-0,4	0,8	0,4	0,1	0,0
2012 I	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,5	-0,8	-0,1	1,7	0,2	-1,8	-0,5	0,6	0,6
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>nivel (miles)</i>													
2011	1.585	1.491	2.150	2.094	1.592	1.781	1.683	1.606	1.590	1.544	1.534	1.428	1.412
<i>tasas de variación interanual</i>													
2009	-1,6	-1,8	-0,9	-0,9	-4,2	-1,1	-1,3	-0,5	-1,4	-0,3	-1,2	-0,3	-1,5
2010	0,6	0,7	0,5	0,8	2,6	0,1	0,4	0,6	0,6	1,2	0,5	0,2	-0,2
2011	0,0	0,2	-0,3	0,8	0,6	0,2	-0,3	-0,3	0,4	-0,4	0,3	0,0	-0,3
2011 II	-0,4	-0,3	-0,7	-0,5	0,2	-0,6	-0,8	-1,1	0,2	-1,4	-0,1	-0,3	-0,7
III	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	-0,3	-0,1
IV	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,3	-1,2	0,6	0,2	0,2
2012 I	-0,3	-0,2	-0,4	-1,3	0,1	-0,9	-0,4	0,0	-0,4	-1,7	-0,1	0,3	-0,3
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2011 II	-2,3	-3,2	1,6	3,7	-2,9	0,5	-1,9	-4,7	-4,1	-3,7	-3,6	-3,9	-1,4
III	-1,1	-0,9	-1,6	-0,4	-1,7	-0,6	-1,3	0,7	-0,8	1,4	-1,6	-1,0	-0,5
IV	2,8	3,2	1,1	-2,0	3,8	-0,3	2,7	2,7	3,0	1,0	5,5	3,3	2,3
2012 I	1,0	1,3	-0,9	-2,3	1,3	-0,1	1,0	1,9	2,4	0,3	0,1	2,4	0,4

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

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

5.3 Mercado de trabajo

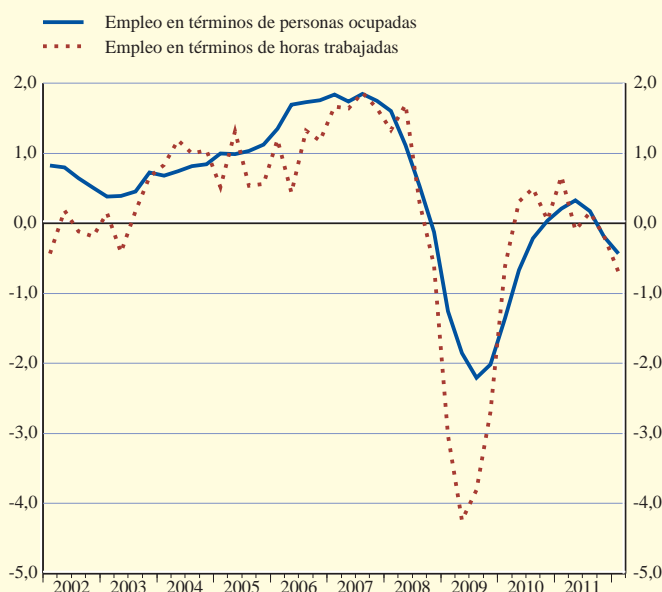
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

2. Desempleo y vacantes ¹⁾

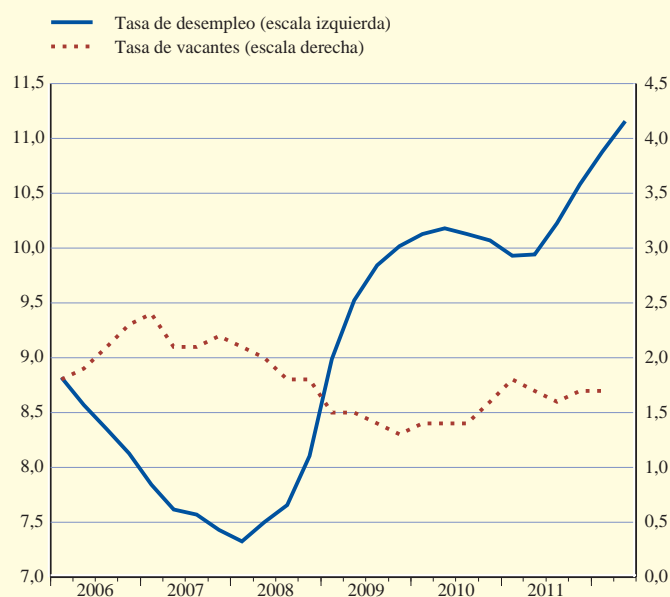
	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾
	Total		Por grupos de edad ³⁾				Por sexo ⁴⁾				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0		79,5		20,5		54,0		46,0		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008	11,964	7,6	9,290	6,6	2,673	16,0	6,041	7,0	5,923	8,5	1,9
2009	15,050	9,6	11,768	8,4	3,282	20,3	8,145	9,4	6,905	9,8	1,4
2010	15,917	10,1	12,648	8,9	3,269	20,9	8,590	10,0	7,326	10,3	1,5
2011	16,044	10,2	12,838	9,0	3,205	20,9	8,547	9,9	7,497	10,5	1,7
2011 II	15,671	9,9	12,526	8,8	3,145	20,5	8,349	9,7	7,322	10,2	1,7
III	16,153	10,2	12,947	9,1	3,206	20,9	8,576	9,9	7,577	10,6	1,6
IV	16,745	10,6	13,442	9,4	3,303	21,6	8,952	10,4	7,794	10,8	1,7
2012 I	17,219	10,9	13,855	9,7	3,365	22,2	9,229	10,7	7,991	11,1	1,7
II	17,687	11,2	14,306	10,0	3,382	22,5	9,561	11,1	8,126	11,3	.
2012 Ene	17,050	10,8	13,703	9,6	3,347	22,0	9,124	10,6	7,926	11,0	-
Feb	17,206	10,9	13,848	9,7	3,358	22,1	9,211	10,7	7,996	11,1	-
Mar	17,402	11,0	14,013	9,8	3,390	22,4	9,351	10,8	8,051	11,2	-
Abr	17,583	11,1	14,192	9,9	3,392	22,4	9,490	11,0	8,093	11,2	-
May	17,678	11,2	14,283	10,0	3,395	22,5	9,559	11,1	8,119	11,3	-
Jun	17,801	11,2	14,442	10,1	3,359	22,4	9,635	11,2	8,166	11,3	-

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)

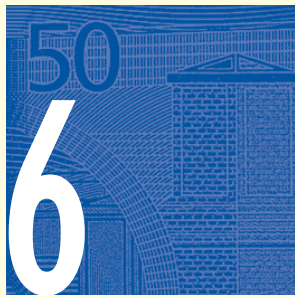


G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾



Fuente: Eurostat.

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

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

2. Zona del euro – Empleos

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	Total	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
2003	-3,2	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	5,0	5,2	1,9	2,3	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,6	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,3	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,6
2011	-4,1	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,5	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3

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

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

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

6.2 Deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

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

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,3	15,5	25,3	27,2	66,9	1,1
2003	69,2	56,7	6,5	5,0	1,0	7,8	61,4	5,1	14,9	26,0	28,3	68,3	0,9
2004	69,6	56,6	6,6	5,1	1,3	7,7	62,0	4,7	14,7	26,3	28,6	68,6	1,0
2005	70,5	57,1	6,7	5,2	1,4	7,7	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,3	61,3	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7
2007	66,3	53,4	6,2	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,0	60,1	5,0	17,6	23,4	29,1	69,2	0,9
2009	79,9	64,8	7,7	5,8	1,7	12,0	67,9	5,0	19,4	27,3	33,1	78,8	1,1
2010	85,3	69,3	8,3	5,8	1,9	12,9	72,4	5,2	22,6	28,6	34,2	84,1	1,3
2011	87,3	70,7	8,5	5,8	2,2	12,5	74,8	6,2	22,6	29,4	35,3	85,7	1,6

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,2	68,2	105,7	48,9	13,7	62,3	58,5	63,8	71,6	21,9	27,9	33,9
2009	95,8	74,4	7,2	65,1	129,4	53,9	79,2	116,0	58,5	14,8	68,1	60,8	69,5	83,1	35,3	35,6	43,5
2010	96,0	83,0	6,7	92,5	145,0	61,2	82,3	118,6	61,5	19,1	69,4	62,9	71,9	93,3	38,8	41,1	48,4
2011	98,0	81,2	6,0	108,2	165,3	68,5	85,8	120,1	71,6	18,2	72,0	65,2	72,2	107,8	47,6	43,3	48,6

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- 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 financiera se ha consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,7
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,7
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	1,9
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,1	1,1	-0,6	4,2
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	3,0	2,3	0,9	4,3
2010	7,5	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	3,5	3,2	1,0	1,0	1,1

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones					Inyecciones de capital
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2003	3,1	-3,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,2	-2,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
2006	1,6	-1,4	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,5	-6,2	1,3	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2

Fuente: BCE.

- Los datos 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 financiera se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
2006 I	42,5	42,0	10,4	12,8	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	38,6
II	45,6	45,1	12,5	13,1	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
III	43,6	43,1	11,8	12,4	15,1	2,3	0,8	0,5	0,3	39,5
IV	49,1	48,5	14,4	14,1	15,8	2,5	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 I	42,1	41,8	10,4	12,8	14,8	2,1	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,9	45,4	13,0	13,1	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,3
III	43,6	43,1	12,3	12,3	14,7	2,3	0,7	0,5	0,3	39,6
IV	49,3	48,7	14,8	13,8	15,7	2,6	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,3	42,0	10,8	12,3	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,2
II	45,2	44,9	12,9	12,4	15,1	2,2	1,5	0,4	0,3	40,6
III	43,4	43,0	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,9	48,4	13,9	13,4	16,4	2,7	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,3	42,2	10,4	12,0	15,6	2,3	1,1	0,1	0,2	38,2
II	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,4	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,8	42,5	11,0	11,9	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,7
IV	48,7	47,9	13,0	13,6	16,4	2,8	1,0	0,8	0,5	43,5
2010 I	42,1	41,9	10,1	12,2	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,1
II	45,1	44,7	11,9	12,8	15,4	2,5	1,3	0,4	0,3	40,4
III	42,9	42,6	10,9	12,4	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
IV	48,5	47,8	13,2	13,4	16,4	2,9	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 I	42,8	42,6	10,6	12,4	15,3	2,4	1,0	0,3	0,3	38,7
II	45,1	44,8	12,0	12,6	15,4	2,5	1,4	0,3	0,3	40,3
III	43,7	43,4	11,4	12,5	15,3	2,6	0,8	0,3	0,3	39,6
IV	49,3	48,3	13,3	13,4	16,7	2,9	1,0	1,0	0,4	43,8
2012 I	43,0	42,8	10,9	12,4	15,3	2,4	0,9	0,2	0,2	38,9

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 I	45,8	42,3	10,1	4,3	3,0	25,0	21,4	1,1	3,4	2,2	1,3	-3,3	-0,3
II	45,7	42,3	10,4	4,7	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,5	1,0	-0,1	3,0
III	45,4	41,8	9,8	4,8	2,9	24,2	20,9	1,2	3,6	2,6	1,0	-1,8	1,2
IV	49,6	44,7	10,8	6,1	2,7	25,0	21,3	1,3	4,9	2,7	2,2	-0,4	2,3
2007 I	44,8	41,3	9,9	4,3	2,9	24,1	20,7	1,1	3,5	2,3	1,2	-2,7	0,3
II	44,9	41,5	10,1	4,6	3,2	23,6	20,6	1,1	3,4	2,5	0,9	0,9	4,1
III	44,7	41,1	9,6	4,8	2,9	23,8	20,5	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,1	1,8
IV	49,3	44,8	10,8	6,1	2,8	25,0	21,2	1,5	4,5	2,8	1,7	0,0	2,8
2008 I	45,3	41,8	9,9	4,4	3,1	24,5	20,8	1,2	3,6	2,3	1,2	-3,1	0,0
II	45,9	42,3	10,3	4,8	3,3	23,9	20,8	1,1	3,6	2,6	1,0	-0,6	2,7
III	45,8	42,1	9,7	5,0	3,0	24,3	21,1	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,4	46,8	11,2	6,5	2,8	26,3	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,5	0,3
2009 I	49,4	45,5	10,7	4,9	2,9	27,0	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,0	-4,1
II	50,6	46,4	11,1	5,4	3,0	26,9	23,4	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,4	-2,3
III	50,1	46,1	10,5	5,6	2,9	27,1	23,5	1,3	4,0	2,8	1,1	-7,3	-4,4
IV	54,6	49,7	11,8	6,9	2,6	28,4	24,0	1,5	4,9	3,0	1,9	-5,9	-3,3
2010 I	50,4	46,5	10,8	4,9	2,8	28,0	23,7	1,4	3,9	2,3	1,5	-8,2	-5,5
II	49,5	46,0	11,0	5,3	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,4	-1,4
III	50,5	45,3	10,2	5,5	2,8	26,8	23,1	1,3	5,2	2,5	2,6	-7,6	-4,9
IV	53,3	48,6	11,4	6,8	2,7	27,6	23,6	1,5	4,7	2,7	2,1	-4,8	-2,1
2011 I	48,4	45,4	10,5	4,7	3,0	27,2	23,2	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,6	-2,7
II	48,4	45,2	10,6	5,1	3,2	26,3	22,9	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
III	48,2	44,8	10,0	5,3	3,0	26,4	22,9	1,2	3,4	2,3	1,1	-4,5	-1,5
IV	52,4	48,6	11,3	6,7	3,0	27,6	23,6	1,4	3,8	2,5	1,5	-3,1	-0,1
2012 I	48,3	45,6	10,3	4,7	3,1	27,4	23,3	1,2	2,6	1,9	0,8	-5,3	-2,1

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los datos se refieren al Euro-17. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero ²⁾

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2009 II	77,1	2,4	12,2	8,2	54,3
III	79,0	2,4	12,4	9,0	55,3
IV	79,9	2,5	12,6	8,3	56,5
2010 I	81,6	2,4	12,8	8,2	58,2
II	82,9	2,4	13,4	7,8	59,3
III	83,0	2,4	13,3	7,9	59,3
IV	85,3	2,4	15,3	7,4	60,2
2011 I	86,2	2,4	15,1	7,4	61,3
II	87,1	2,4	14,9	7,5	62,3
III	86,7	2,4	15,0	7,8	61,5
IV	87,3	2,4	15,4	7,4	62,1
2012 I	89,3	2,5	16,9	7,6	62,3

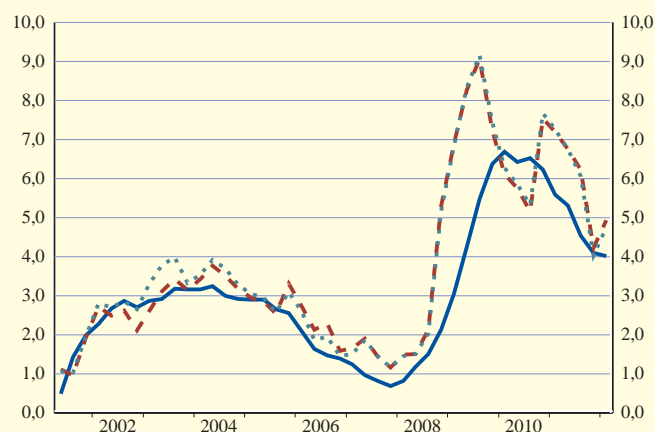
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	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			
2009 II	9,2	-5,4	3,9	3,2	2,3	-0,4	0,2	1,1	-0,4	1,0	9,6
III	5,1	-7,3	-2,2	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,4	4,8
IV	2,1	-5,9	-3,8	-2,7	-2,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,8	2,4
2010 I	8,2	-8,2	0,0	0,8	0,9	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,5	8,5
II	7,7	-4,4	3,3	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,1	7,8
III	2,8	-7,6	-4,8	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,9	2,8
IV	11,3	-4,8	6,5	5,7	-0,4	1,7	4,7	-0,3	-0,1	0,9	11,4
2011 I	6,8	-5,6	1,2	0,8	2,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	0,5	6,9
II	6,0	-3,3	2,7	2,4	2,8	0,5	-0,4	-0,5	0,2	0,0	5,8
III	0,8	-4,5	-3,7	-3,5	-3,7	-0,3	0,1	0,3	0,7	-0,8	0,1
IV	3,4	-3,1	0,4	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,3	0,0	1,0	3,4
2012 I	9,6	-5,3	4,4	4,9	4,1	1,2	-0,4	0,1	-0,2	-0,3	9,8

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

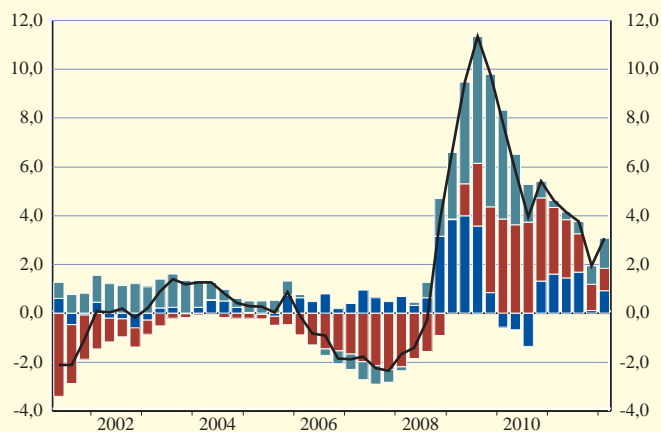
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-17. El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado.

2) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

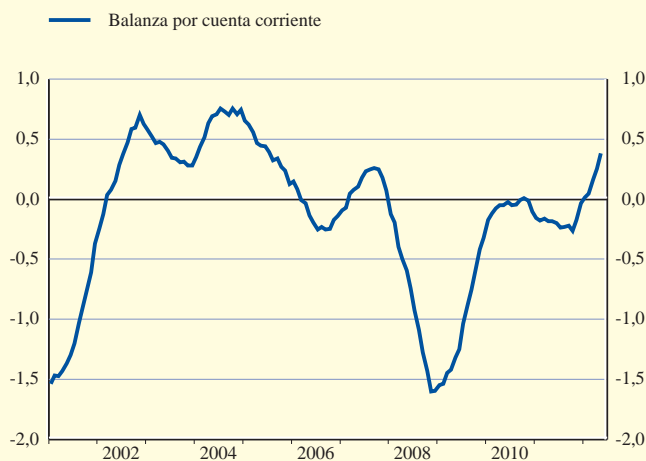
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera					Errores y omisiones	
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones		Activos de reserva
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	-21,9	31,3	36,4	3,5	-93,1	6,7	-15,2	9,4	-105,1	265,7	20,0	-175,7	4,6	5,8
2010	-6,8	15,1	49,6	31,8	-103,3	6,4	-0,4	-2,5	-113,9	165,1	18,5	-61,7	-10,5	3,0
2011	-2,3	4,9	63,6	32,5	-103,3	10,7	8,4	-20,8	-148,7	305,6	-21,5	-145,9	-10,2	12,3
2011 I	-21,3	-10,1	7,9	14,9	-33,9	2,3	-18,9	-5,3	-42,8	136,0	-0,4	-86,4	-11,7	24,2
II	-18,6	-2,4	16,4	-11,7	-20,9	0,8	-17,9	21,2	-31,8	139,1	3,6	-94,1	4,5	-3,3
III	2,7	2,8	19,6	8,8	-28,5	1,7	4,4	3,5	-19,2	35,0	-14,8	-1,2	3,7	-7,9
IV	34,9	14,6	19,7	20,6	-20,0	5,9	40,8	-40,2	-54,9	-4,5	-9,9	35,8	-6,8	-0,6
2012 I	-6,0	5,3	15,1	12,0	-38,5	1,9	-4,1	3,3	-5,3	-77,1	-5,4	92,7	-1,6	0,8
2011 May	-13,9	0,5	6,2	-14,4	-6,2	0,4	-13,5	18,9	-4,2	44,5	-1,6	-16,6	-3,1	-5,4
Jun	0,3	0,8	6,3	1,3	-8,0	0,4	0,8	7,0	3,6	89,2	1,9	-89,3	1,6	-7,7
Jul	3,4	4,2	7,2	2,7	-10,7	-0,1	3,2	-6,2	-17,3	-24,0	0,3	36,0	-1,2	3,0
Ago	-1,4	-4,3	5,2	5,6	-7,9	2,1	0,6	-0,6	7,2	26,2	-8,0	-29,4	3,4	-0,1
Sep	0,8	3,0	7,2	0,5	-9,9	-0,2	0,6	10,3	-9,0	32,7	-7,1	-7,9	1,6	-10,9
Oct	3,7	0,6	6,7	6,3	-9,9	1,8	5,5	1,4	-5,6	-2,7	-1,6	12,3	-1,1	-6,9
Nov	9,1	5,5	5,3	5,8	-7,5	2,6	11,6	-19,6	-45,0	37,6	-3,8	-8,2	-0,2	7,9
Dic	22,1	8,4	7,8	8,5	-2,6	1,6	23,6	-22,0	-4,3	-39,4	-4,5	31,7	-5,4	-1,6
2012 Ene	-12,4	-8,1	3,1	2,0	-9,4	0,2	-12,1	22,2	3,6	-43,5	-5,5	68,1	-0,5	-10,0
Feb	-3,4	3,3	5,3	5,2	-17,1	1,8	-1,6	4,4	-0,2	8,7	4,2	-6,6	-1,8	-2,7
Mar	9,8	10,2	6,7	4,9	-11,9	-0,1	9,6	-23,2	-8,8	-42,2	-4,1	31,2	0,6	13,6
Abr	1,3	5,4	5,4	-0,8	-8,7	0,4	1,7	-1,8	-9,6	1,3	2,2	7,2	-2,9	0,1
May	-2,5	6,3	7,0	-7,8	-8,0	1,5	-1,1	-4,2	10,6	28,3	-6,4	-35,2	-1,5	5,2
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 May	30,6	35,2	73,2	34,0	-111,8	11,9	42,5	-32,4	-74,8	72,2	-32,4	10,0	-7,5	-10,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 May	0,3	0,4	0,8	0,4	-1,2	0,1	0,5	-0,3	-0,8	0,8	-0,3	0,1	-0,1	-0,1

G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

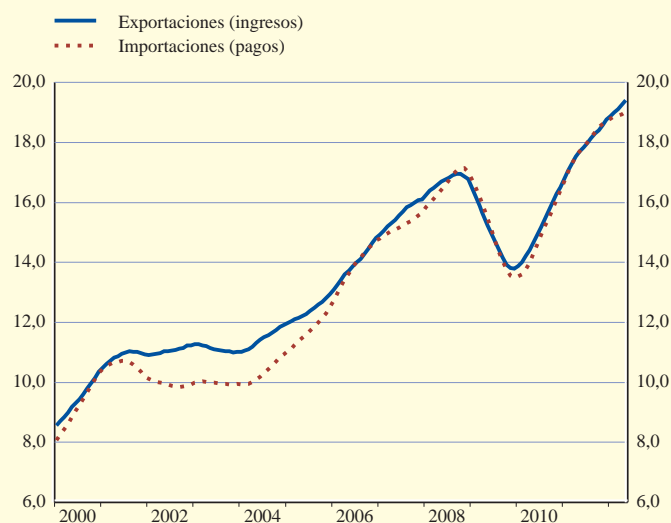
(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	2.307,2	2.329,2	-21,9	1.304,1	1.272,8	478,9	442,5	429,9	426,5	94,3	6,4	187,4	22,5	20,5	13,7
2010	2.657,8	2.664,6	-6,8	1.566,8	1.551,7	524,0	474,4	479,4	447,6	87,6	6,3	190,9	22,3	21,4	15,0
2011	2.940,8	2.943,1	-2,3	1.773,6	1.768,7	557,3	493,7	516,6	484,1	93,3	6,5	196,6	23,6	25,8	15,0
2011 I	698,0	719,3	-21,3	427,8	437,9	124,6	116,8	121,1	106,2	24,5	1,5	58,4	5,4	5,0	2,7
II	727,8	746,4	-18,6	438,7	441,0	134,4	118,0	135,5	147,3	19,1	1,6	40,0	5,6	4,0	3,2
III	732,7	730,0	2,7	444,6	441,8	147,3	127,7	124,0	115,3	16,8	1,8	45,3	5,7	5,2	3,5
IV	782,3	747,4	34,9	462,5	448,0	150,9	131,2	135,9	115,4	32,9	1,6	52,9	7,0	11,6	5,6
2012 I	752,6	758,7	-6,0	465,1	459,8	137,2	122,1	124,7	112,7	25,5	1,4	64,1	6,3	5,0	3,1
2012 Mar	267,6	257,9	9,8	168,5	158,3	48,2	41,5	45,2	40,4	5,8	.	17,7	.	1,6	1,7
Abr	242,8	241,5	1,3	151,7	146,2	44,7	39,3	40,0	40,8	6,3	.	15,1	.	1,4	1,0
May	265,3	267,8	-2,5	160,6	154,4	49,5	42,5	48,3	56,1	6,9	.	14,9	.	2,4	0,9
	Datos desestacionalizados														
2011 III	735,3	736,4	-1,2	443,7	442,5	138,5	122,8	129,4	121,9	23,7	.	49,3	.	.	.
IV	756,9	751,1	5,8	452,2	449,7	147,0	127,4	133,7	123,1	24,0	.	50,9	.	.	.
2012 I	772,6	755,7	16,8	471,1	454,3	149,3	127,2	128,1	122,6	24,1	.	51,6	.	.	.
2012 Mar	261,3	248,7	12,6	159,5	149,5	50,6	41,5	42,9	40,5	8,3	.	17,2	.	.	.
Abr	255,6	250,1	5,5	159,1	152,2	48,0	42,1	40,5	38,7	8,0	.	17,1	.	.	.
May	264,4	253,5	10,9	161,3	152,3	49,8	43,8	45,7	40,4	7,7	.	16,9	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 May	3.025,0	2.988,7	36,3	1.832,1	1.795,5	577,6	503,8	520,6	487,4	94,8	.	202,1	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2012 May	32,1	31,7	0,4	19,4	19,0	6,1	5,3	5,5	5,2	1,0	.	2,1	.	.	.

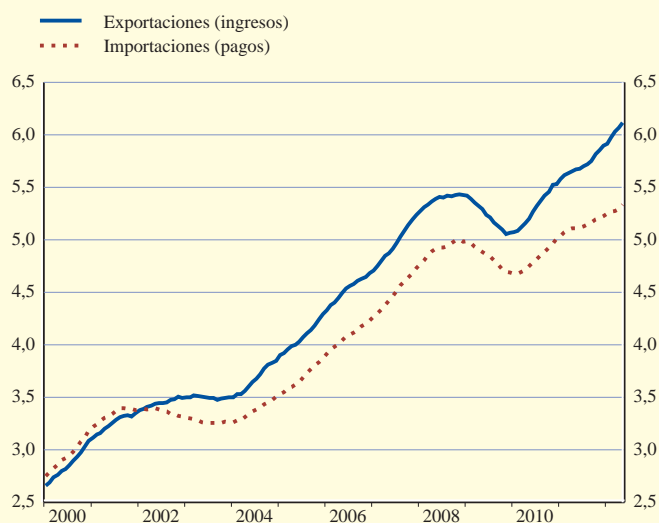
G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2009	22,2	12,0	407,7	414,4	156,8	20,7	100,6	15,4	25,0	24,7	24,5	77,5	100,9	121,3	100,4	90,3
2010	24,2	12,0	455,1	435,6	220,5	41,6	137,7	32,7	23,9	22,1	28,7	86,6	102,2	124,0	79,9	65,2
2011	25,0	12,3	491,5	471,8	242,2	64,2	152,6	49,9	25,3	23,3	35,8	96,3	102,6	132,3	85,7	67,3
2011 I	6,0	2,2	115,1	104,0	55,4	16,0	35,4	20,6	5,8	4,8	7,4	14,4	25,7	32,7	20,7	16,7
II	6,1	3,3	129,4	144,0	65,5	13,7	42,3	9,9	5,4	5,5	12,3	46,6	25,7	32,3	20,5	17,2
III	6,0	3,7	118,0	111,5	54,5	21,3	37,6	17,7	6,8	5,5	9,0	18,7	25,9	33,2	21,9	16,5
IV	6,9	3,2	129,0	112,2	66,7	13,2	37,3	1,7	7,3	7,4	7,1	16,5	25,3	34,1	22,6	16,9
2012 I	6,8	2,3	118,0	110,4	57,0	24,5	37,3	17,6	6,2	6,0	8,8	17,0	24,3	33,6	21,7	16,6

3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

II 2011 a I 2012	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
Cuenta corriente	2.995,4	970,6	54,0	92,1	453,3	309,4	61,7	61,5	44,0	153,5	41,3	65,3	110,6	236,8	389,3	922,6
Bienes	1.811,0	571,8	34,2	59,2	234,7	243,5	0,2	31,5	21,3	118,1	31,0	41,0	83,2	128,4	206,1	578,7
Servicios	569,9	175,0	11,6	16,0	108,1	32,6	6,6	9,8	9,9	19,0	7,0	13,5	18,4	57,9	85,5	173,9
Rentas	520,2	161,2	7,0	15,2	99,5	30,3	9,2	19,8	12,1	15,6	3,0	9,9	8,5	41,5	91,3	157,4
Rentas de la inversión	494,5	153,9	6,3	15,0	98,0	29,7	4,9	19,7	11,9	15,6	3,0	9,8	8,5	28,6	89,5	153,9
Transferencias corrientes	94,3	62,6	1,2	1,7	10,9	2,9	45,8	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,5	9,1	6,5	12,7
Cuenta de capital	25,8	20,7	0,0	0,1	1,3	0,4	19,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,7	0,4	3,5
		Pagos														
Cuenta corriente	2.982,5	932,3	48,3	90,5	406,6	276,4	110,5	-	32,1	-	-	98,2	-	197,0	388,4	-
Bienes	1.790,6	497,0	30,7	51,6	189,7	225,0	0,0	31,6	15,0	209,1	28,0	51,4	136,0	101,6	145,3	575,6
Servicios	499,0	145,9	8,7	13,4	86,6	36,9	0,3	5,7	6,8	13,9	6,3	9,4	10,2	43,5	102,8	154,5
Rentas	490,6	166,1	8,0	24,1	118,6	9,7	5,7	-	8,5	-	-	36,7	-	43,8	133,8	-
Rentas de la inversión	478,1	159,8	7,9	24,0	117,0	5,3	5,7	-	8,3	-	-	36,5	-	43,3	132,5	-
Transferencias corrientes	202,3	123,4	0,9	1,5	11,8	4,8	104,5	1,4	1,8	4,2	0,9	0,7	0,6	8,1	6,5	54,6
Cuenta de capital	15,5	2,2	0,3	0,1	1,2	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0	0,6	2,0	9,4
		Neto														
Cuenta corriente	12,9	38,3	5,7	1,6	46,7	33,0	-48,8	-	11,8	-	-	-32,9	-	39,7	0,9	-
Bienes	20,4	74,8	3,5	7,7	45,1	18,5	0,2	0,0	6,2	-91,0	3,0	-10,4	-52,8	26,7	60,9	3,0
Servicios	70,9	29,1	2,8	2,7	21,5	-4,2	6,3	4,1	3,1	5,1	0,7	4,0	8,2	14,4	-17,3	19,4
Rentas	29,6	-4,8	-1,0	-8,9	-19,0	20,6	3,5	-	3,5	-	-	-26,8	-	-2,3	-42,5	-
Rentas de la inversión	16,4	-5,9	-1,6	-9,0	-18,9	24,4	-0,8	-	3,6	-	-	-26,7	-	-14,7	-43,0	-
Transferencias corrientes	-108,0	-60,8	0,4	0,2	-0,8	-1,8	-58,7	-1,1	-1,1	-3,5	-0,6	0,3	-0,1	0,9	-0,1	-42,0
Cuenta de capital	10,3	18,5	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	18,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	-1,5	-5,8

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ^{b)}			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,3	170,1	-15,8	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	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 III	15.558,2	16.782,4	-1.224,2	166,0	179,0	-13,1	5.089,1	3.896,4	4.573,8	7.523,4	-45,9	5.294,5	5.362,6	646,6
IV	15.938,3	17.023,5	-1.085,2	169,3	180,8	-11,5	5.321,0	4.025,7	4.751,0	7.669,2	-19,1	5.218,4	5.328,5	667,1
2012 I	16.303,9	17.344,1	-1.040,2	172,6	183,6	-11,0	5.405,9	4.055,3	5.034,7	7.833,9	-20,3	5.212,4	5.454,9	671,3
Variaciones de los saldos vivos														
2008	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011	703,5	561,7	141,7	7,5	6,0	1,5	522,8	310,9	-156,5	226,3	42,4	215,5	24,5	79,3
2011 IV	380,1	241,1	139,1	15,7	10,0	5,7	231,8	129,4	177,2	145,8	26,7	-76,1	-34,1	20,5
2012 I	365,6	320,6	44,9	15,8	13,8	1,9	84,9	29,5	283,7	164,7	-1,2	-6,1	126,4	4,2
Transacciones														
2008	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-131,4	-121,9	-9,4	-1,5	-1,4	-0,1	337,0	231,9	90,4	356,1	-20,0	-534,2	-709,9	-4,6
2010	589,9	587,4	2,5	6,4	6,4	0,0	275,8	161,8	143,0	308,1	-18,5	179,1	117,4	10,5
2011	489,2	468,5	20,8	5,2	5,0	0,2	347,3	198,6	-49,3	256,3	21,5	159,5	13,6	10,2
2011 III	133,0	136,5	-3,5	5,7	5,8	-0,1	56,6	37,4	-63,1	-28,1	14,8	128,4	127,2	-3,7
IV	-80,3	-120,5	40,2	-3,3	-5,0	1,7	105,8	51,0	-48,9	-53,4	9,9	-153,9	-118,1	6,8
2012 I	295,2	298,5	-3,3	12,7	12,9	-0,1	82,1	76,8	138,2	61,1	5,4	67,8	160,6	1,6
2012 Ene	81,5	103,7	-22,2	.	.	.	28,8	32,4	24,0	-19,5	5,5	22,6	90,8	0,5
Feb	97,3	101,6	-4,4	.	.	.	20,5	20,3	58,9	67,5	-4,2	20,4	13,8	1,8
Mar	116,4	93,2	23,2	.	.	.	32,8	24,0	55,3	13,1	4,1	24,8	56,0	-0,6
Abr	8,8	6,9	1,8	.	.	.	21,6	12,1	-11,4	-10,2	-2,2	-2,2	5,0	2,9
May	111,2	107,1	4,2	.	.	.	6,2	16,8	5,8	34,1	6,4	91,4	56,1	1,5
Otros flujos														
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	518,4	330,8	187,6	5,8	3,7	2,1	71,8	-76,7	416,0	449,0	20,7	-80,0	-41,5	89,9
2010	880,8	704,1	176,7	9,6	7,7	1,9	235,2	150,0	423,2	352,9	-43,2	147,9	201,2	117,7
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,1	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-27,9	-2,7
2010	535,4	323,9	211,5	5,8	3,5	2,3	160,8	57,6	179,4	101,7	.	182,2	164,6	13,0
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,2	483,5	150,7	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,2	455,2	20,7	.	.	45,8
2010	296,3	153,8	142,5	3,2	1,7	1,6	50,2	2,2	187,3	151,7	-43,2	.	.	102,0
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-66,2	-97,6	31,4	-0,7	-1,1	0,4	-66,2	-110,8	21,2	26,8	.	-68,1	-13,6	46,8
2010	49,1	226,4	-177,3	0,5	2,5	-1,9	24,2	90,1	56,5	99,6	.	-34,3	36,7	2,7
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,7	7,3	2,3	5,9	.	-10,1	-12,3	-1,2
2010	4,1	3,8	-	.	.	.	6,2	4,6	3,2	4,4	.	3,8	2,3	2,0
2011 III	4,5	4,2	-	.	.	.	5,7	6,3	0,9	5,3	.	6,9	1,2	0,9
IV	3,2	2,9	-	.	.	.	7,2	5,3	-1,1	3,5	.	3,3	0,3	1,6
2012 I	3,5	3,2	-	.	.	.	6,1	5,0	1,3	2,1	.	2,9	3,4	-0,1

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

7.3 Cuenta financiera

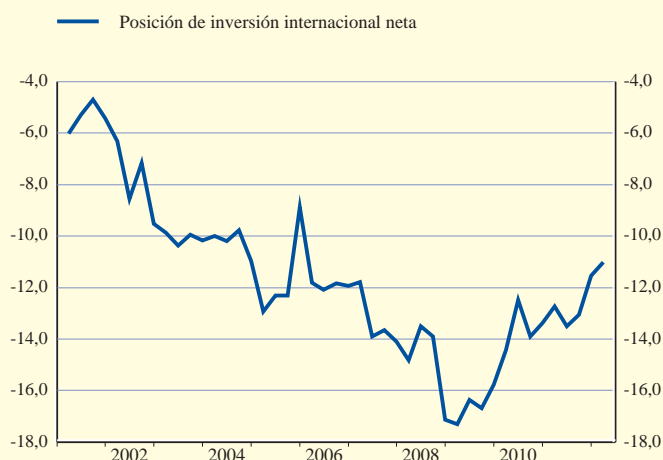
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior						Por no residentes en la zona del euro							
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 IV	5.321,0	4.149,9	293,2	3.856,7	1.171,0	14,7	1.156,4	4.025,7	3.150,7	85,2	3.065,4	875,1	10,1	865,0
2012 I	5.405,9	4.227,1	289,1	3.937,9	1.178,9	15,0	1.163,9	4.055,3	3.208,5	84,5	3.124,0	846,8	8,8	838,0
Transacciones														
2009	337,0	258,1	21,6	236,5	78,9	2,6	76,3	231,9	236,3	5,6	230,7	-4,4	-0,6	-3,8
2010	275,8	157,0	14,9	142,2	118,7	1,2	117,5	161,8	203,2	6,1	197,1	-41,3	-7,5	-33,8
2011	347,3	305,0	16,3	288,7	42,3	-3,3	45,6	198,6	211,7	3,5	208,3	-13,2	-3,1	-10,0
2011 III	56,6	35,9	2,3	33,5	20,7	-1,7	22,5	37,4	58,7	1,0	57,7	-21,3	-0,8	-20,5
2011 IV	105,8	107,7	0,8	106,9	-1,8	1,0	-2,8	51,0	45,4	0,7	44,8	5,5	0,4	5,1
2012 I	82,1	60,3	-2,3	62,6	21,8	1,2	20,7	76,8	78,8	1,2	77,6	-2,0	-0,6	-1,3
2012 Ene	28,8	27,5	2,0	25,5	1,3	0,3	1,0	32,4	45,3	0,5	44,9	-12,9	-0,3	-12,6
Feb	20,5	18,2	-3,0	21,2	2,3	0,3	2,0	20,3	11,4	1,4	10,0	8,9	0,6	8,3
Mar	32,8	14,6	-1,3	15,9	18,2	0,5	17,7	24,0	22,1	-0,6	22,7	2,0	-1,0	3,0
Abr	21,6	10,0	-1,0	11,0	11,6	0,1	11,5	12,1	4,0	-0,1	4,0	8,1	0,6	7,6
May	6,2	7,7	-0,3	8,0	-1,5	-0,2	-1,3	16,8	16,1	0,2	15,9	0,7	0,0	0,6
Tasas de crecimiento														
2009	8,7	8,6	9,9	8,5	9,0	20,5	8,8	7,3	10,4	8,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,4
2010	6,2	4,5	6,2	4,4	12,0	7,8	12,0	4,6	7,9	8,0	7,9	-4,6	-41,3	-3,8
2011 III	5,7	5,5	5,9	5,4	6,5	-24,0	7,0	6,3	6,9	5,2	6,9	4,5	-51,2	5,7
2011 IV	7,2	8,2	5,9	8,4	3,8	-19,6	4,1	5,3	7,5	4,2	7,6	-1,5	-25,3	-1,2
2012 I	6,1	6,7	3,5	6,9	4,1	-13,5	4,4	5,0	7,3	5,0	7,4	-2,5	-22,9	-2,3

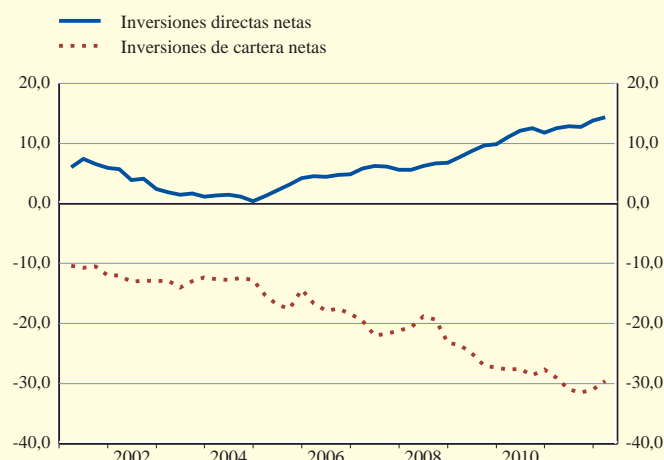
G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(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			Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2
2011 IV	4.751,0	1.704,8	70,4	3,1	1.634,4	39,4	2.584,3	728,2	16,0	1.856,1	94,2	461,9	300,4	57,5	161,5	0,5
2012 I	5.034,7	1.847,0	77,5	3,3	1.769,5	39,2	2.680,3	708,7	15,3	1.971,7	97,7	507,4	331,2	48,5	176,1	0,3
Transacciones																
2009	90,4	53,1	-1,3	0,0	54,4	2,5	42,9	-93,0	-3,8	135,9	17,5	-5,6	0,5	-12,9	-6,1	0,9
2010	143,0	76,7	5,6	-0,2	71,1	1,7	106,7	-125,3	-0,9	232,0	51,5	-40,4	-55,7	-11,7	15,3	-1,9
2011	-49,3	-71,4	-19,0	-0,6	-52,4	-7,3	-16,6	-59,4	0,3	42,8	-3,0	38,8	33,0	10,5	5,8	0,2
2011 III	-63,1	-53,7	-12,9	0,0	-40,8	-2,0	-17,8	-19,4	-0,1	1,6	0,1	8,4	8,1	3,5	0,4	0,0
2011 IV	-48,9	-39,2	-9,3	-0,3	-29,8	-0,9	-29,2	-22,7	-1,7	-6,5	-1,7	19,5	19,2	0,6	0,3	0,0
2012 I	138,2	22,5	4,4	0,0	18,1	-1,8	69,5	-8,1	-0,6	77,6	-0,6	46,1	26,5	-4,2	19,6	-0,1
2012 Ene	24,0	0,7	-1,2	0,0	1,9	.	1,0	-7,1	-1,1	8,1	.	22,3	7,1	-5,8	15,2	.
Feb	58,9	7,0	0,0	0,0	7,1	.	50,0	-0,7	0,5	50,6	.	1,9	4,4	2,0	-2,5	.
Mar	55,3	14,8	5,6	0,0	9,1	.	18,6	-0,3	0,0	18,9	.	21,9	15,0	-0,4	6,9	.
Abr	-11,4	5,8	-0,9	0,0	6,7	.	-7,6	-13,4	0,6	5,8	.	-9,6	-16,3	1,9	6,7	.
May	5,8	-6,1	-2,8	0,0	-3,3	.	13,2	4,5	0,6	8,6	.	-1,3	-5,6	0,9	4,3	.
Tasas de crecimiento																
2009	2,3	3,8	-2,4	-0,6	4,2	8,5	1,8	-9,4	-19,0	10,5	93,4	-2,0	-0,9	-22,3	-7,9	67,2
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,2	-13,5	-4,9	14,8	122,5	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9
2011 III	0,9	0,6	-7,3	-8,7	1,0	-16,4	0,5	-14,9	9,3	8,6	130,0	6,1	1,0	0,9	28,1	-4,8
2011 IV	-1,1	-4,2	-21,5	-16,7	-3,2	-15,8	-0,7	-7,5	2,0	2,4	-3,2	10,0	11,3	26,5	6,4	125,8
2012 I	1,3	-2,6	-16,7	-4,9	-1,9	-16,1	1,8	-7,1	-11,3	5,7	-3,6	14,4	15,0	13,0	11,3	-63,9

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			Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3				
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6				
2011 IV	7.669,2	3.067,7	559,5	2.508,1	4.142,0	1.260,7	2.881,4	1.796,9	459,5	100,6	358,9	316,8				
2012 I	7.833,9	3.251,8	556,4	2.695,4	4.106,9	1.216,8	2.890,1	1.810,2	475,3	100,5	374,8	332,6				
Transacciones																
2009	356,1	124,6	10,7	113,9	140,5	-14,4	154,9	101,3	90,9	-18,5	109,4	144,3				
2010	308,1	144,2	-16,3	160,4	184,2	59,1	125,1	194,5	-20,3	19,2	-39,5	-34,9				
2011	256,3	121,7	20,9	100,8	161,7	59,2	102,5	100,6	-27,1	19,1	-46,2	-35,0				
2011 III	-28,1	-22,3	-10,6	-11,7	2,1	14,2	-12,0	-22,9	-7,9	-12,7	4,8	17,9				
2011 IV	-53,4	43,5	30,0	13,5	-36,8	-29,8	-7,0	-4,0	-60,1	1,3	-61,4	-70,9				
2012 I	61,1	41,0	8,1	32,8	9,2	-16,6	25,9	10,3	10,9	0,9	10,0	9,2				
2012 Ene	-19,5	4,0	12,8	-8,8	-35,3	-20,1	-15,2	.	11,7	-6,5	18,3	.				
Feb	67,5	0,2	-4,2	4,4	56,4	8,1	48,3	.	11,0	0,0	10,9	.				
Mar	13,1	36,8	-0,4	37,2	-11,9	-4,6	-7,3	.	-11,7	7,4	-19,2	.				
Abr	-10,2	-10,1	-3,2	-6,8	-4,5	3,4	-8,0	.	4,4	-7,4	11,8	.				
May	34,1	-2,9	6,2	-9,1	30,9	-17,8	48,7	.	6,2	2,2	3,9	.				
Tasas de crecimiento																
2009	5,9	5,4	1,7	6,8	4,1	-1,2	7,0	7,2	23,1	-29,1	33,1	53,5				
2010	4,4	5,1	-2,4	7,5	5,1	5,2	5,1	12,9	-4,2	26,3	-9,1	-8,7				
2011 III	5,3	4,5	-2,8	6,5	6,7	10,3	5,2	8,5	-0,4	9,3	-2,4	5,3				
2011 IV	3,5	4,0	3,3	4,1	4,4	5,4	3,9	6,1	-5,0	25,6	-11,3	-10,4				
2012 I	2,1	2,0	3,9	1,5	3,9	1,3	5,1	4,7	-8,3	-2,5	-10,0	-12,2				

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 IV	5.218,4	35,5	35,2	0,3	3.067,1	3.008,8	58,4	162,8	6,7	116,5	30,2	1.953,0	227,8	1.573,1	489,7
2012 I	5.212,4	36,7	36,4	0,3	3.046,9	2.994,4	52,5	150,0	7,3	103,6	24,5	1.978,8	236,3	1.572,9	503,4
Transacciones															
2009	-534,2	0,1	0,0	0,1	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-125,6	7,5	-129,0	-34,8
2010	179,1	-2,9	-2,9	0,0	8,6	-0,2	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	131,7	7,6	101,7	46,7
2011	159,5	-2,6	-2,7	0,1	52,2	22,8	29,4	1,1	-0,2	0,8	9,8	108,8	8,0	78,8	45,6
2011 III	128,4	-2,7	-2,7	0,1	82,7	68,3	14,4	-6,0	-0,1	-6,0	-1,5	54,4	2,4	39,2	19,0
2011 IV	-153,9	-8,2	-8,2	0,0	-155,0	-155,3	0,3	16,6	0,0	16,9	13,2	-7,3	0,0	3,1	-11,5
2012 I	67,8	1,2	1,2	0,0	31,2	36,0	-4,9	-10,4	-0,2	-10,1	-5,7	45,9	9,1	22,3	17,3
2012 Ene	22,6	1,8	.	.	5,5	.	.	-1,5	.	.	0,6	16,9	.	.	5,7
2012 Feb	20,4	0,1	.	.	10,5	.	.	-8,3	.	.	-6,3	18,1	.	.	5,8
2012 Mar	24,8	-0,7	.	.	15,2	.	.	-0,6	.	.	0,1	11,0	.	.	5,9
2012 Abr	-2,2	-0,1	.	.	5,2	.	.	0,8	.	.	0,7	-8,0	.	.	-3,4
2012 May	91,4	-1,7	.	.	49,8	.	.	5,0	.	.	3,8	38,2	.	.	15,9
Tasas de crecimiento															
2009	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-37,0	10,8	-3,5	17,1	3,5	-6,9	3,8	-8,6	-8,2
2010	3,8	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,7	33,2	-3,1	53,2	30,6	7,7	3,7	7,4	11,3
2011 III	6,9	46,0	46,3	63,4	6,0	5,1	84,1	16,1	-3,6	25,0	9,1	7,2	4,5	7,0	18,0
2011 IV	3,3	-5,3	-5,4	40,4	1,9	0,9	88,4	1,0	-3,2	1,3	51,5	6,1	3,7	5,5	10,9
2012 I	2,9	-11,9	-12,2	43,2	0,8	0,2	38,2	-0,1	-3,9	0,4	54,5	7,1	4,8	6,9	13,1

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 IV	5.328,5	408,8	406,0	2,8	3.208,0	3.140,4	67,6	223,5	0,1	216,0	7,4	1.488,3	217,2	1.112,8	158,3
2012 I	5.454,9	334,2	331,3	2,9	3.364,6	3.301,1	63,5	231,0	0,1	223,0	7,9	1.525,1	221,1	1.132,7	171,3
Transacciones															
2009	-709,9	-233,2	-233,4	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-141,1	0,8	-127,6	-14,3
2010	117,4	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,7	5,9	65,6	0,0	64,8	0,8	53,7	15,4	14,9	23,4
2011	13,6	134,6	134,8	-0,2	-285,8	-324,5	38,7	73,0	0,0	73,2	-0,2	91,8	9,8	49,7	32,3
2011 III	127,2	29,8	29,8	0,0	24,3	5,6	18,7	23,2	-0,1	23,2	0,1	49,8	6,3	24,2	19,4
2011 IV	-118,1	87,9	88,0	0,0	-229,1	-237,1	8,0	9,3	0,0	8,8	0,5	13,7	-0,1	21,7	-7,8
2012 I	160,6	-71,5	-71,7	0,1	187,1	190,6	-3,5	8,4	0,0	7,4	1,0	36,7	5,6	18,0	13,1
2012 Ene	90,8	-36,0	.	.	109,3	.	.	7,1	.	.	.	10,4	.	.	.
2012 Feb	13,8	0,1	.	.	-7,3	.	.	-1,9	.	.	.	23,0	.	.	.
2012 Mar	56,0	-35,6	.	.	85,1	.	.	3,2	.	.	.	3,3	.	.	.
2012 Abr	5,0	1,0	.	.	2,9	.	.	5,5	.	.	.	-4,4	.	.	.
2012 May	56,1	40,7	.	.	1,3	.	.	2,9	.	.	.	11,2	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2009	-12,3	-48,1	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,7	-9,9	0,3	-11,6	-9,2
2010	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	75,5	.	79,7	11,8	4,1	8,5	1,4	15,4
2011 III	1,2	25,9	25,6	.	-4,3	-5,4	79,4	104,6	.	111,8	-8,4	3,1	10,3	-0,5	19,4
2011 IV	0,3	50,6	51,2	.	-8,2	-9,4	89,7	48,7	.	51,1	-2,7	6,8	4,8	5,0	22,5
2012 I	3,4	19,9	19,1	.	-1,1	-1,9	45,9	30,8	.	30,7	32,1	7,7	5,9	6,6	18,1

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva ¹⁾

	Activos de reserva													Pro memoria			
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
2011 III	646,7	416,3	346,989	52,9	26,1	151,4	5,5	11,1	135,1	0,6	120,5	14,0	-0,4	0,0	31,4	-24,5	54,5
2011 IV	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,6	134,3	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9
2012 I	671,1	431,7	346,847	52,5	30,9	155,7	4,5	7,6	143,5	0,5	129,8	13,2	0,1	0,3	55,2	-42,7	54,7
2012 May	695,7	435,7	346,848	54,8	33,4	171,4	5,2	8,6	158,2	-	-	-	-0,7	0,4	51,0	-41,6	57,3
2012 Jun	701,5	440,3	346,825	54,3	33,4	173,0	5,1	8,6	159,7	-	-	-	-0,4	0,4	51,5	-41,9	56,9
Transacciones																	
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,7	-5,4	6,7	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-
2011	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,1	-2,3	-8,2	9,3	-0,2	16,2	-6,8	0,0	0,0	-	-	-
2011 III	-3,7	0,0	-	0,2	2,4	-6,3	0,3	-2,9	-3,8	0,0	3,0	-6,7	0,0	0,0	-	-	-
2011 IV	6,8	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	-0,2	8,8	-1,2	0,1	0,0	-	-	-
2012 I	1,6	0,0	-	-0,3	1,3	0,3	-0,2	-0,6	0,9	-0,1	-1,1	2,1	0,2	0,3	-	-	-
Tasas de crecimiento																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,4	3,7	-43,3	76,2	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-
2011 III	0,9	0,0	-	-2,0	64,6	-2,8	-27,0	-37,0	3,2	1,9	9,9	-42,4	-	-	-	-	-
2011 IV	1,6	0,0	-	-3,0	82,2	-1,1	-30,0	-52,4	6,9	-21,6	14,6	-45,3	-	-	-	-	-
2012 I	-0,1	0,0	-	-1,2	34,4	-4,9	-15,6	-63,3	3,7	-27,8	9,6	-38,3	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9
2010	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4
2011 III	11.464,2	4.896,6	532,0	4.148,9	219,7	246,4	1.420,7	2.431,3	315,2	4.736,6	2.560,4
2011 IV	11.345,0	4.875,2	459,5	4.142,0	217,3	236,1	1.415,0	2.337,2	408,8	4.569,2	2.614,9
2012 I	11.417,2	4.988,1	475,3	4.106,9	221,2	245,6	1.380,1	2.373,8	334,2	4.681,9	2.647,1
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6
2009	116,5	51,8	5,7	39,2	2,0	2,1	15,8	22,2	2,8	51,1	24,7
2010	120,3	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1
2011 III	122,4	52,3	5,7	44,3	2,3	2,6	15,2	26,0	3,4	50,6	27,3
2011 IV	120,6	51,8	4,9	44,0	2,3	2,5	15,0	24,8	4,3	48,6	27,8
2012 I	121,0	52,9	5,0	43,5	2,3	2,6	14,6	25,2	3,5	49,6	28,1

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

7.3 Cuenta financiera

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

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
En el exterior	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Otro capital	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
En la zona del euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Otro capital	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
Inversiones de cartera: Activos	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Acc. y participaciones	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Valores distintos de acciones	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Bonos y obligaciones	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Instrum. mercado monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
Otras inversiones	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Activos	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
AAPP	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Otros sectores	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Pasivos	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
AAPP	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Otros sectores	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
II 2011 a I 2012	Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	111,2	51,7	-0,7	-9,4	45,8	16,0	0,0	7,1	12,6	0,3	-29,3	-17,0	33,0	0,0	52,9
En el exterior	304,6	79,9	1,9	-6,3	63,9	20,4	0,0	14,6	16,9	-0,2	11,2	82,7	27,8	0,0	71,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	257,6	58,0	1,6	-6,1	46,1	16,3	0,0	16,2	10,9	-0,6	19,6	58,5	31,8	0,0	63,2
Otro capital	47,0	21,8	0,3	-0,2	17,7	4,0	0,0	-1,6	6,0	0,3	-8,4	24,2	-4,0	0,0	8,6
En la zona del euro	193,4	28,1	2,6	3,1	18,0	4,4	0,0	7,5	4,3	-0,5	40,6	99,6	-5,2	0,0	19,0
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	216,1	41,2	0,8	8,4	27,2	4,8	0,0	12,7	1,1	-0,8	10,4	101,4	19,6	0,0	30,5
Otro capital	-22,7	-13,1	1,8	-5,3	-9,1	-0,4	0,0	-5,2	3,2	0,3	30,2	-1,8	-24,8	0,0	-11,5
Inversiones de cartera: Activos	66,1	55,2	1,7	25,1	-4,5	4,0	29,1	-4,9	5,5	-1,4	0,4	-4,2	-22,8	0,7	37,7
Acc. y participaciones	-43,5	-9,5	0,1	0,4	-9,6	-0,9	0,5	2,3	4,4	-0,1	-4,2	-34,4	-3,3	0,1	1,2
Valores distintos de acciones	109,6	64,7	1,6	24,7	5,1	4,8	28,6	-7,2	1,1	-1,3	4,6	30,2	-19,5	0,6	36,5
Bonos y obligaciones	48,1	42,8	3,9	17,5	-9,4	5,6	25,2	-6,2	0,4	-7,6	1,1	2,7	-20,9	-0,3	36,1
Instrum. mercado monetario	61,6	21,9	-2,3	7,2	14,4	-0,8	3,4	-0,9	0,7	6,3	3,5	27,5	1,4	0,8	0,3
Otras inversiones	-33,2	-109,2	-12,3	-29,6	-14,0	-19,2	-34,1	3,6	-26,7	11,7	-30,2	90,1	118,5	-34,0	-57,0
Activos	144,1	-4,7	-13,2	-6,7	31,1	-18,0	2,1	3,1	12,2	16,4	-7,5	21,9	89,2	-6,2	19,7
AAPP	-0,3	8,6	-0,5	-1,8	10,4	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,6	0,0	-5,1	-0,8	0,2	-2,6
IFM	15,1	-74,6	-12,7	-6,4	-36,6	-20,5	1,6	1,2	10,6	16,0	-11,8	11,6	75,6	-6,5	-7,2
Otros sectores	129,4	61,3	0,0	1,5	57,2	2,3	0,3	1,9	1,6	0,9	4,3	15,4	14,4	0,1	29,5
Pasivos	177,3	104,5	-0,9	22,9	45,0	1,3	36,2	-0,5	39,0	4,7	22,7	-68,2	-29,3	27,8	76,7
AAPP	53,7	25,9	0,1	-0,1	-2,4	0,0	28,3	0,0	0,0	0,0	0,1	-7,4	-0,2	32,6	2,7
IFM	17,7	19,3	2,0	23,1	-10,9	2,9	2,2	-2,7	35,7	4,9	22,2	-85,2	-35,9	-5,0	64,4
Otros sectores	105,9	59,3	-3,0	-0,1	58,4	-1,7	5,7	2,2	3,3	-0,2	0,4	24,4	6,8	0,2	9,6

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

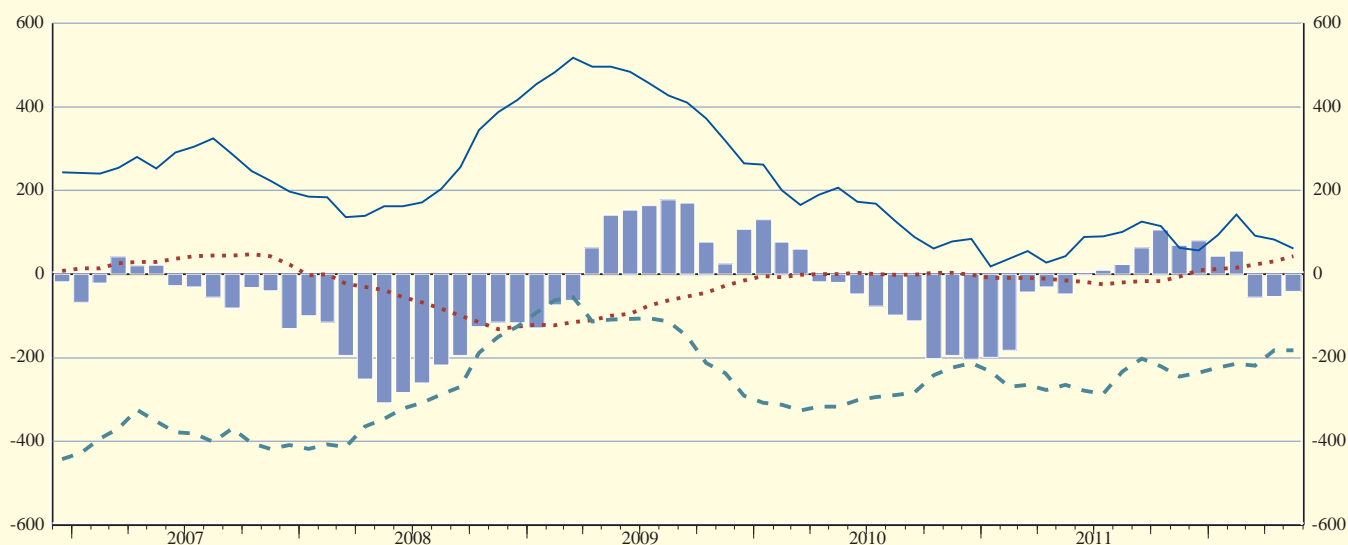
(mm de euros; transacciones)

	Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM													
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones		
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones					
	1	2	Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos	9	10	11	12
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones						
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
2009	107,7	-15,7	-312,7	226,7	-54,4	-129,8	114,0	265,4	113,8	-123,6	20,0	4,1		
2010	-203,6	-1,7	-259,9	163,1	-70,9	-247,3	160,5	84,8	-172,6	119,2	18,5	2,7		
2011	79,0	8,4	-334,3	198,2	52,4	-48,6	100,8	56,3	-109,9	164,8	-21,5	12,3		
2011 I	81,0	-18,9	-120,5	82,6	5,5	-24,0	98,8	-0,1	-16,3	50,2	-0,4	24,2		
II	19,6	-17,9	-53,7	28,5	-23,7	-28,8	0,2	132,0	-35,8	18,5	3,6	-3,3		
III	7,5	4,4	-56,0	37,2	40,8	-2,0	-11,7	-7,2	-48,4	73,1	-14,8	-7,9		
IV	-29,0	40,8	-104,1	49,9	29,8	6,2	13,5	-68,4	-9,4	23,1	-9,9	-0,6		
2012 I	-52,8	-4,1	-83,3	76,2	-18,1	-97,2	32,8	35,9	-35,5	45,0	-5,4	0,8		
2011 May	-0,9	-13,5	-7,0	3,2	-2,1	-18,5	-15,4	73,4	-29,6	15,6	-1,6	-5,4		
Jun	42,1	0,8	-0,3	4,5	-7,4	3,7	10,9	44,9	-6,1	-3,1	1,9	-7,7		
Jul	-18,1	3,2	-31,0	12,2	3,9	-16,5	14,5	-21,4	-7,6	21,3	0,3	3,0		
Ago	10,7	0,6	1,0	7,7	27,2	1,8	-14,4	-17,1	-12,0	23,9	-8,0	-0,1		
Sep	14,9	0,6	-26,1	17,3	9,7	12,7	-11,7	31,3	-28,8	27,8	-7,1	-10,9		
Oct	-37,6	5,5	-18,3	13,4	5,3	8,6	-27,2	2,4	-45,2	26,4	-1,6	-6,9		
Nov	-36,3	11,6	-47,8	2,4	17,8	-1,0	7,6	-22,5	-5,8	-2,9	-3,8	7,9		
Dic	44,9	23,6	-37,9	34,1	6,8	-1,4	33,0	-48,3	41,6	-0,4	-4,5	-1,6		
2012 Ene	-50,7	-12,1	-26,5	32,3	-1,9	-23,3	-8,8	3,1	-15,3	17,5	-5,5	-10,0		
Feb	14,6	-1,6	-23,2	18,3	-7,1	-48,1	4,4	59,2	-9,8	21,0	4,2	-2,7		
Mar	-16,7	9,6	-33,6	25,7	-9,1	-25,8	37,2	-26,4	-10,3	6,6	-4,1	13,6		
Abr	-20,7	1,7	-22,5	11,6	-6,7	-12,5	-6,8	3,9	7,2	1,0	2,2	0,1		
May	12,3	-1,1	-6,7	16,5	3,3	-13,0	-9,1	52,6	-43,3	14,1	-6,4	5,2		
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2012 May	-40,7	42,5	-272,9	195,9	41,7	-114,7	29,7	61,7	-135,4	153,3	-32,4	-10,1		

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2010	20,0	22,5	1.533,0	765,3	311,7	421,1	1.268,8	1.550,7	948,4	229,9	349,3	1.019,7	250,1
2011	12,9	12,6	1.740,3	874,8	351,8	473,5	1.423,7	1.750,6	1.120,7	236,5	365,5	1.098,8	319,6
2011 II	13,2	13,0	430,7	217,3	87,2	116,4	351,1	439,1	282,5	59,3	90,5	276,4	78,4
III	9,6	9,8	434,8	218,9	87,4	118,5	358,5	440,6	282,8	59,4	91,5	276,3	82,7
IV	8,6	4,9	445,6	222,2	90,5	121,9	363,8	434,0	278,5	58,6	91,0	268,4	84,1
2012 I	8,6	3,8	462,3	231,6	93,9	125,9	375,7	451,1	289,5	60,7	91,0	273,6	87,9
2011 Dic	9,7	1,9	152,5	76,0	31,1	42,0	125,0	145,1	93,4	19,4	30,6	90,1	27,7
2012 Ene	11,1	4,2	153,3	77,4	31,1	42,0	123,0	148,6	94,5	20,3	30,5	90,8	29,1
Feb	11,1	7,2	153,7	76,8	31,7	41,7	126,8	151,7	97,8	20,2	30,5	92,3	28,8
Mar	4,5	0,5	155,3	77,3	31,1	42,2	125,9	150,9	97,3	20,2	30,0	90,6	30,0
Abr	5,9	-0,1	153,1	75,4	31,7	42,5	124,1	148,6	95,8	19,5	29,7	90,3	28,7
May	5,6	0,2	153,5	75,0	31,7	43,5	128,4	147,2	92,4	21,0	31,4	91,7	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2010	14,9	10,7	137,1	132,9	138,6	144,4	133,9	121,4	113,7	132,3	143,8	128,1	104,8
2011	7,5	2,7	148,2	142,8	152,5	155,4	145,1	124,6	117,6	134,6	143,8	133,2	101,3
2011 II	8,4	3,1	147,7	142,1	152,7	154,9	144,2	125,2	118,1	136,2	145,0	134,9	96,9
III	5,5	2,9	147,8	142,5	152,0	155,3	146,2	125,3	118,5	136,8	143,1	134,1	104,5
IV	3,4	-2,9	150,2	143,8	154,6	158,1	146,8	122,0	115,4	132,3	140,8	129,6	104,1
2012 I	4,5	-1,8	152,4	146,9	158,9	158,6	149,3	122,4	115,6	131,0	137,5	129,0	99,2
2011 Nov	5,0	-3,8	150,1	144,2	157,5	156,7	148,5	121,9	115,6	132,3	140,0	129,2	105,8
Dic	4,8	-5,0	153,4	147,0	157,7	163,0	150,6	121,4	115,3	128,8	141,4	129,8	101,5
2012 Ene	7,1	-1,4	152,6	148,5	158,6	159,6	147,3	122,0	115,0	130,8	137,3	128,0	103,2
Feb	6,3	0,7	151,1	145,1	160,9	156,6	150,3	123,2	116,9	130,7	138,7	130,5	97,6
Mar	0,7	-4,4	153,5	147,1	157,2	159,7	150,3	121,9	115,0	131,5	136,5	128,5	96,9
Abr	1,8	-4,6	151,4	143,1	161,6	160,0	148,0	120,6	113,6	126,8	136,6	128,5	93,4

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) ³⁾							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
% del total	100,0	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2010	106,2	4,1	4,8	1,4	2,2	26,4	4,1	108,8	9,8	9,7	1,4	2,9	26,1	5,8
2011	110,5	4,0	5,8	1,4	2,2	23,3	4,0	118,7	9,1	4,6	-0,1	3,8	26,1	4,2
2011 IV	111,1	3,5	3,8	1,8	2,3	20,3	3,4	119,8	7,6	0,4	0,5	3,4	24,0	2,8
2012 I	112,9	3,1	1,7	2,0	2,5	17,5	3,0	123,0	4,8	-1,3	1,2	2,2	14,8	1,5
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8	.	.	.	1,7
2012 Ene	112,6	3,2	2,2	2,0	2,5	17,7	3,2	121,9	5,2	-1,4	1,5	2,4	16,2	1,9
Feb	112,9	3,1	1,6	2,0	2,5	18,7	3,0	122,9	4,7	-1,5	1,0	2,0	15,3	1,3
Mar	113,3	2,9	1,3	2,1	2,4	16,4	2,8	124,2	4,5	-1,1	1,1	2,3	12,9	1,2
Abr	113,5	2,8	1,1	2,4	2,5	12,1	2,7	123,7	3,2	-1,0	1,1	2,7	8,1	1,1
May	113,3	2,6	1,1	2,5	2,7	8,8	2,5	122,5	3,5	0,5	2,0	3,2	7,2	2,1
Jun	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4	.	.	.	1,8

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)															
2010	1.533,0	30,1	52,6	194,8	208,2	63,0	92,8	47,4	180,6	356,6	94,8	34,6	104,0	73,4	129,5
2011	1.740,3	32,9	60,4	213,6	241,2	79,8	108,9	56,7	197,6	406,2	115,3	39,4	111,3	84,5	147,0
2010 IV	405,6	8,2	14,2	50,3	55,8	17,4	24,8	13,3	46,3	93,5	25,5	9,0	27,2	19,0	35,5
2011 I	429,1	8,1	14,9	53,0	59,0	18,6	25,9	15,2	49,7	99,7	28,7	9,3	27,9	20,2	36,9
II	430,7	8,2	15,5	52,5	60,7	19,8	26,1	14,3	48,1	98,6	27,6	9,5	27,0	20,7	39,2
III	434,8	8,3	15,6	53,8	61,2	20,6	28,7	13,6	48,5	101,7	28,7	10,1	27,9	21,7	33,1
IV	445,6	8,3	14,4	54,3	60,3	20,8	28,2	13,5	51,2	106,3	30,4	10,5	28,6	21,9	37,7
2012 I	462,3	8,4	15,0	56,4	61,2	22,1	29,5	14,6	55,5	109,2	31,3	10,5	30,9	24,0	35,5
2011 Dic	152,5	2,8	4,9	18,3	20,3	7,2	9,5	4,7	18,1	36,2	10,1	3,4	9,8	7,9	12,8
2012 Ene	153,3	2,8	5,0	18,7	20,2	7,1	9,9	4,7	18,3	35,9	10,4	3,5	9,7	7,7	13,2
Feb	153,7	2,8	5,1	19,2	20,8	7,5	9,9	4,8	18,7	37,3	10,8	3,6	10,3	8,0	9,5
Mar	155,3	2,8	4,9	18,5	20,2	7,5	9,7	5,0	18,5	36,1	10,1	3,5	11,0	8,3	12,9
Abr	153,1	2,8	4,9	18,9	19,7	7,5	9,6	4,8	17,2	35,0	9,8	3,6	10,5	7,9	14,3
May	153,5	.	.	.	.	7,6	10,0	4,9	19,4	36,4	10,1	3,7	10,5	8,5	.
Porcentaje del total de exportaciones															
2011	100,0	1,9	3,5	12,3	13,9	4,6	6,3	3,3	11,4	23,3	6,6	2,3	6,4	4,9	8,4
Importaciones (cif)															
2010	1.550,7	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,9	494,8	208,6	51,4	118,9	75,3	98,3
2011	1.750,6	29,9	53,3	166,7	226,7	138,6	80,2	34,8	139,8	548,4	217,0	52,5	128,2	90,4	113,8
2010 IV	410,6	7,0	12,5	38,6	52,3	30,3	17,9	8,1	34,3	128,7	54,3	13,0	32,6	20,9	27,4
2011 I	436,8	7,3	13,2	40,8	55,5	35,9	19,1	9,0	35,7	136,1	55,1	13,8	34,8	21,5	27,9
II	439,1	7,6	13,5	41,3	56,6	34,3	19,3	8,8	34,2	139,7	55,5	12,7	30,7	22,0	31,1
III	440,6	7,4	13,9	42,5	57,3	33,0	22,0	8,5	34,5	139,0	54,5	13,2	31,1	23,4	28,0
IV	434,0	7,6	12,7	42,1	57,3	35,4	19,8	8,5	35,4	133,6	51,8	12,8	31,5	23,4	26,7
2012 I	451,1	7,2	13,1	42,6	57,6	37,6	20,0	8,4	37,5	135,7	53,2	12,5	38,6	23,7	29,2
2011 Dic	145,1	2,5	4,2	14,1	19,2	11,5	6,4	2,9	11,8	44,3	17,3	4,3	10,6	8,1	9,5
2012 Ene	148,6	2,4	4,4	14,0	19,0	11,8	6,8	2,7	12,3	44,7	17,7	4,1	12,0	7,8	10,7
Feb	151,7	2,5	4,4	14,6	19,4	12,7	6,8	2,8	12,5	46,4	18,5	4,3	13,3	8,2	8,1
Mar	150,9	2,3	4,3	14,0	19,2	13,1	6,4	2,8	12,7	44,6	17,0	4,1	13,2	7,7	10,4
Abr	148,6	2,5	4,3	13,8	18,9	12,1	6,1	2,8	12,2	44,4	18,2	4,0	12,8	7,6	11,2
May	147,2	.	.	.	.	11,8	6,8	2,8	12,6	45,2	19,1	4,4	13,2	7,9	.
Porcentaje del total de importaciones															
2011	100,0	1,7	3,0	9,5	13,0	7,9	4,6	2,0	8,0	31,3	12,4	3,0	7,3	5,2	6,5
Saldo															
2010	-17,7	2,7	5,3	46,9	12,7	-49,1	20,0	16,8	50,7	-138,2	-113,8	-16,8	-14,9	-1,8	31,2
2011	-10,3	3,0	7,1	46,9	14,6	-58,8	28,7	21,9	57,8	-142,1	-101,7	-13,1	-16,9	-5,8	33,3
2010 IV	-5,0	1,2	1,7	11,7	3,6	-12,9	6,9	5,2	12,0	-35,2	-28,8	-4,0	-5,4	-1,9	8,2
2011 I	-7,8	0,7	1,7	12,2	3,5	-17,3	6,8	6,2	14,0	-36,4	-26,5	-4,5	-7,0	-1,4	9,0
II	-8,4	0,7	2,0	11,2	4,1	-14,5	6,7	5,5	13,9	-41,1	-28,0	-3,2	-3,7	-1,3	8,1
III	-5,8	0,9	1,7	11,3	3,9	-12,4	6,7	5,1	14,0	-37,3	-25,9	-3,1	-3,3	-1,7	5,1
IV	11,6	0,7	1,7	12,2	3,0	-14,5	8,4	5,1	15,9	-27,4	-21,4	-2,3	-2,9	-1,5	11,0
2012 I	11,2	1,2	1,9	13,8	3,6	-15,5	9,5	6,2	17,9	-26,4	-21,9	-1,9	-7,6	0,3	6,3
2011 Dic	7,4	0,3	0,7	4,2	1,1	-4,3	3,1	1,8	6,3	-8,0	-7,2	-0,8	-0,8	-0,2	3,3
2012 Ene	4,7	0,4	0,6	4,7	1,3	-4,7	3,2	2,0	6,0	-8,8	-7,3	-0,6	-2,3	-0,1	2,5
Feb	2,0	0,3	0,7	4,7	1,4	-5,2	3,0	2,0	6,1	-9,1	-7,7	-0,7	-3,1	-0,2	1,4
Mar	4,4	0,5	0,6	4,5	0,9	-5,6	3,3	2,2	5,8	-8,5	-6,9	-0,6	-2,3	0,6	2,4
Abr	4,5	0,3	0,6	5,1	0,9	-4,6	3,5	2,0	5,0	-9,4	-8,4	-0,4	-2,3	0,4	3,1
May	6,3	.	.	.	.	-4,3	3,2	2,1	6,8	-8,7	-9,0	-0,6	-2,6	0,6	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2009	110,6	109,2	104,3	104,9	118,7	105,0	119,7	106,8	
2010	103,6	101,6	98,1	96,8	107,7	97,2	111,4	98,1	
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	107,1	95,8	112,0	97,6	
2011 II	105,2	102,6	99,3	97,1	108,7	97,7	113,5	99,0	
III	103,5	100,6	97,6	95,1	107,7	95,6	112,4	97,7	
IV	102,1	99,4	96,3	93,2	106,6	94,5	111,6	96,9	
2012 I	99,5	97,0	94,4	90,5	104,1	91,6	108,3	94,0	
II	98,2	95,9	93,2	.	.	.	107,4	93,2	
2011 Jul	104,0	101,0	98,1	-	-	-	112,4	97,6	
Ago	103,9	100,8	97,9	-	-	-	112,9	98,0	
Sep	102,8	99,9	96,8	-	-	-	112,0	97,4	
Oct	103,0	100,2	97,1	-	-	-	112,5	97,8	
Nov	102,6	99,9	96,7	-	-	-	112,0	97,3	
Dic	100,8	98,1	95,1	-	-	-	110,2	95,7	
2012 Ene	98,9	96,3	93,7	-	-	-	107,9	93,7	
Feb	99,6	97,2	94,6	-	-	-	108,3	94,1	
Mar	99,8	97,4	94,8	-	-	-	108,6	94,3	
Abr	99,5	97,2	94,4	-	-	-	108,4	94,2	
May	98,0	95,7	92,9	-	-	-	107,2	93,0	
Jun	97,2	94,9	92,2	-	-	-	106,5	92,4	
Jul	95,3	93,0	90,3	-	-	-	104,4	90,5	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2012 Jul	-1,9	-1,9	-2,0	-	-	-	-2,0	-2,1	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2012 Jul	-8,4	-7,9	-7,9	-	-	-	-7,1	-7,3	

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

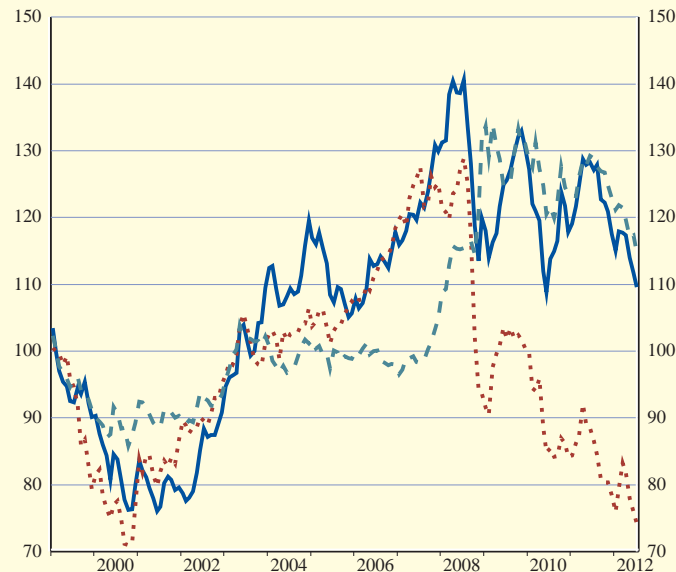
- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



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.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IAPC										
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2011	3,4	2,1	2,7	4,2	4,1	3,9	3,9	5,8	1,4	4,5
2012 I	1,9	4,0	2,8	3,3	3,6	5,6	4,2	2,7	0,9	3,5
II	1,8	3,8	2,2	2,4	2,8	5,5	4,0	2,1	0,9	2,7
2012 Abr	2,0	4,0	2,3	2,8	3,3	5,6	4,0	1,9	1,0	3,0
May	1,8	3,5	2,1	2,3	2,6	5,4	3,6	2,0	0,9	2,8
Jun	1,6	3,8	2,2	2,1	2,6	5,6	4,2	2,2	0,9	2,4
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,8	-9,4	-4,6	-7,4	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,5	-8,2	-7,2	-4,2	-7,8	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,1	-3,1	-1,8	-3,5	-5,5	4,3	-5,1	-5,2	0,3	-8,3
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	14,6	34,4	40,6	36,7	29,4	79,8	50,9	23,6	42,6	69,6
2010	16,3	38,1	42,9	44,7	38,0	81,4	54,8	30,5	39,4	79,6
2011	16,3	41,2	46,5	42,6	38,5	80,6	56,3	33,3	38,4	85,7
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período										
2012 Ene	5,30	3,39	1,74	5,74	5,35	9,51	5,68	7,02	1,70	2,04
Feb	5,31	3,12	1,84	5,45	5,15	8,60	5,46	6,99	1,89	2,13
Mar	5,07	3,51	1,89	5,15	5,29	8,73	5,37	6,48	1,95	2,17
Abr	5,11	3,51	1,71	5,10	5,30	8,77	5,49	6,24	1,82	2,03
May	5,11	3,31	1,37	5,15	5,30	8,33	5,41	6,50	1,51	1,78
Jun	5,07	3,11	1,26	5,07	4,96	8,30	5,24	6,68	1,45	1,60
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período										
2012 Ene	3,34	1,17	1,01	1,79	1,48	8,54	4,99	5,26	2,61	1,09
Feb	3,19	1,20	1,00	1,31	1,43	8,83	4,97	4,79	2,44	1,07
Mar	2,91	1,23	0,99	1,19	1,31	-	4,95	4,25	2,30	1,04
Abr	2,71	1,24	0,97	1,00	1,28	8,19	4,94	4,12	2,19	1,02
May	2,59	1,24	0,90	0,94	1,24	8,22	5,05	4,69	2,14	1,00
Jun	2,45	1,21	0,62	0,90	1,20	-	5,12	5,10	2,14	0,95
PIB real										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,7	6,2	1,8
2011	1,7	1,7	0,8	5,5	5,9	1,6	4,3	2,5	3,9	0,8
2011 IV	0,9	0,6	0,1	5,7	5,2	1,2	4,2	2,1	1,2	0,6
2012 I	0,5	-0,7	0,4	5,6	3,9	-1,4	3,8	0,8	1,6	-0,2
II	.	.	.	.	2,7	.	.	.	2,2	-0,8
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2010	-0,2	-3,0	5,6	4,9	4,2	3,0	-2,8	-4,2	6,7	-3,1
2011	2,2	-2,5	6,9	0,9	0,9	3,6	-2,1	-4,1	6,9	-1,7
2011 III	11,9	-5,7	8,4	0,8	5,7	4,4	-3,3	-4,3	8,6	-3,1
IV	-4,1	-0,6	6,2	2,6	-1,6	3,2	-1,5	-1,8	4,6	-1,5
2012 I	-5,2	4,0	3,1	-2,9	-8,8	3,1	-3,5	-0,7	8,0	-2,9
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2010	102,8	56,5	191,3	165,4	87,4	144,0	66,0	75,8	191,3	413,1
2011	92,0	58,4	183,2	145,9	80,8	145,9	72,7	73,5	195,2	421,3
2011 III	93,3	57,9	183,7	151,4	82,0	147,1	73,5	76,9	196,4	432,8
IV	92,0	58,4	183,2	145,9	80,8	145,9	72,7	73,5	195,2	421,3
2012 I	93,2	59,1	185,2	145,3	85,4	135,4	70,7	74,2	194,5	417,5
Costes laborales unitarios										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-9,8	-7,3	-3,2	1,3	7,9	-1,9	1,2
2011	1,1	1,0	0,5	2,1	-0,2	3,8	0,5	1,7	-0,8	1,7
2011 III	3,1	0,9	1,2	1,9	-0,9	4,5	1,7	3,9	-0,5	2,1
IV	4,8	1,6	1,8	1,7	3,1	3,0	-0,1	0,3	0,5	2,9
2012 I	1,9	4,7	1,0	-0,2	5,0	5,0	1,3	4,5	1,7	4,5
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2010	10,3	7,3	7,5	19,8	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,3	6,7	7,6	16,3	15,4	10,9	9,7	7,4	7,5	8,0
2012 I	12,0	6,8	7,5	15,3	13,6	11,0	9,9	7,2	7,5	8,2
II	12,3	6,7	7,8	.	13,6	10,9	9,9	7,6	7,6	.
2012 Abr	12,2	6,7	7,7	.	13,6	10,7	9,9	7,4	7,4	8,1
May	12,2	6,7	7,8	.	13,6	10,9	9,9	7,7	7,8	.
Jun	12,4	6,7	8,0	.	13,7	11,0	10,0	7,6	7,5	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

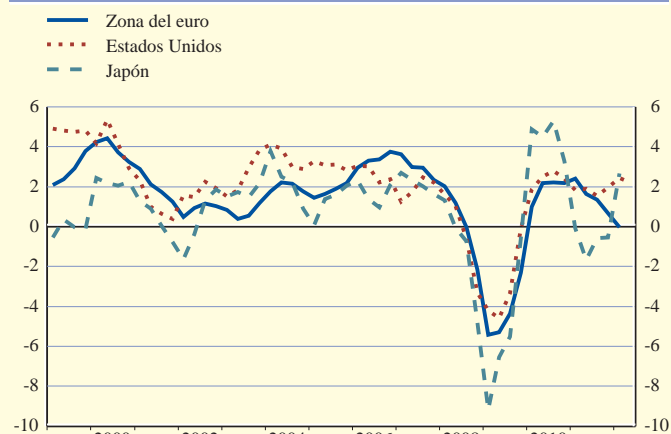
9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) ²⁾	Agregado monetario amplio ³⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ⁴⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁵⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,8	5,8	6,8	2,93	2,70	1,4708	-6,6	61,5
2009	-0,4	-0,6	-3,1	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,6	74,1
2010	1,6	-2,0	2,4	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-10,7	82,4
2011	3,2	1,6	1,8	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-9,7	86,4
2011 II	3,4	1,0	1,9	4,0	9,0	5,5	0,26	3,46	1,4391	-10,2	83,0
III	3,8	2,0	1,6	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-9,6	84,9
IV	3,3	2,1	2,0	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,1	86,4
2012 I	2,8	0,8	2,4	5,3	8,3	10,2	0,51	2,38	1,3108	.	.
II	1,9	.	2,2	5,6	8,2	9,7	0,47	1,83	1,2814	.	.
2012 Mar	2,7	-	-	4,6	8,2	10,0	0,47	2,38	1,3201	-	-
Abr	2,3	-	-	6,0	8,1	10,0	0,47	2,11	1,3162	-	-
May	1,7	-	-	5,1	8,2	9,7	0,47	1,79	1,2789	-	-
Jun	1,7	-	-	5,6	8,2	9,3	0,47	1,83	1,2526	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	0,45	1,63	1,2288	-	-
Japón											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,5	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,8	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 II	-0,4	1,6	-1,7	-5,9	4,6	2,7	0,20	1,18	117,41	.	.
III	0,1	0,6	-0,6	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	-0,5	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 I	0,3	.	2,7	4,7	4,6	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
II	0,2	.	.	5,1	.	2,3	0,20	0,84	102,59	.	.
2012 Mar	0,5	-	-	14,3	4,5	3,0	0,20	1,05	108,88	-	-
Abr	0,4	-	-	13,1	4,6	2,6	0,20	0,94	107,00	-	-
May	0,2	-	-	6,0	4,4	2,1	0,20	0,85	101,97	-	-
Jun	-0,1	-	-	-2,0	.	2,2	0,20	0,84	99,26	-	-
Jul	.	-	-	.	.	.	0,20	0,78	97,07	-	-

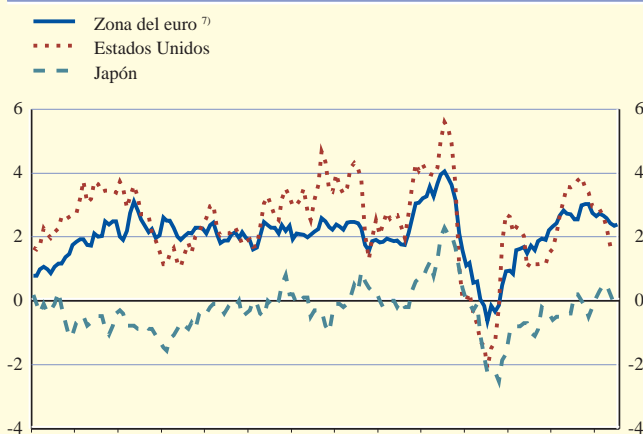
G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico]; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.

2) Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón excluyen las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto, pero estos datos se reincorporan a partir de septiembre de 2011.

3) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

4) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

5) Para más información, véase sección 8.2.

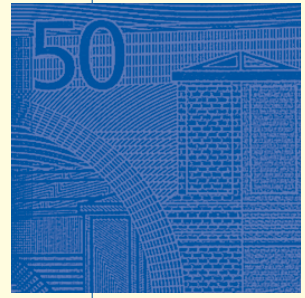
6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDICIADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OPFML) indiciada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OPFML. Según esta definición, si una OPFML está viva durante D días y los tipos mínimos de puja de las OPF son $R_{1,MRO}$ (durante D_1 días), $R_{2,MRO}$ (durante D_2 días), etc., hasta $R_{i,MRO}$ (durante D_i días), donde $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$, el tipo anualizado aplicable (R_{LTRO}) se calcula como:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por

reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde L_{t-3} es el saldo vivo a fin del mes $t-3$ (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo, C_t^Q es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes t .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si F_t^M y L_t se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del mes t queda definido como:

$$f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2008. Las series temporales del índice de saldos

ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», de la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu).

La tasa de crecimiento interanual a_t del mes t —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes t — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$, donde a_t se define igual que en las fórmulas g) o h).

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si F_t^Q y L_{t-3} se definen como se ha indicado más arriba, el índice I_t de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes t , es decir, a_t , se puede calcular utilizando la fórmula h).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2008, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones

sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son

iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

SECCIONES 4.3 Y 4.4

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nocionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe eviden-

cia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

SECCIÓN 7.3

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre t se calcula a partir de las transacciones (F_t) y las posiciones (L_t) trimestrales de la siguiente manera:

$$r) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu.

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 1 de agosto de 2012.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2011 se refieren al Euro-17 (es decir, la zona del euro incluida Estonia) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10 % hasta noviembre de 1999 y del 30 % a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta

¹ Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras.

Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones expresadas, en términos de variaciones interanuales.

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32². En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (hedge fund) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos manteni-

dos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se ha recopilado de conformidad con el Reglamento BCE/2007/8³, sobre estadísticas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión. Para más información sobre estas estadísticas de los fondos de inversión, véase el manual «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales residentes en la zona del euro dedicadas a operaciones de titulización. La titulización supone, generalmente, la transferencia de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental, declarándose dichos activos en su balance como préstamos titulizados, valores distintos de acciones u otros activos titulizados. Otra posibilidad es transferir el riesgo de crédito de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental mediante seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), garantías u otro mecanismo similar. Los activos de garantía que mantiene la sociedad instrumental para hacer frente a estos riesgos adoptan normalmente la forma de un depósito mantenido en una IFM o invertido en valores distintos de acciones. Las sociedades instrumentales titulan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30⁴ a partir de diciembre de 2009.

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

3 DO L 211, de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15, de 20.01.2009, p. 1.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores distintos de acciones en poder de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo

se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión infe-

rior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la

zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de

los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson⁵. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han

armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁶. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria,

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper n.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.

excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95¹¹. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) n° 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010¹² que implantó la NACE Revisión 2, la Clasificación Nacional de Actividades Económicas actualizada. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva clasificación se inició en diciembre de 2011.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

8 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3

9 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

11 DO L 310, de 30.11.1996, p.1.

12 DO L 210, de 11.8.2010, p.1.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹³, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada

país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁴. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹⁵, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación

13 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

14 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

15 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

16 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

El 9 de diciembre de 2011, El Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación del BCE sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)¹⁷. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). El BCE empezará a publicar las estadísticas de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de reservas internacionales de conformidad con la Orientación BCE/2011/23 y el MBP6 en 2014, con series históricas.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión

17 DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no

residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Euro-sistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) 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 industria-les importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados.

Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica

pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



2 DE SEPTIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 18 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

3 DE MARZO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de julio de 2011, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE ABRIL DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de abril de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,50 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de abril de 2011.

5 DE MAYO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de 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

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2010 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También decide adoptar varias medidas para hacer frente al recrudescimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, decide que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de finan-

ciación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También acuerda los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente, ejecutar dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decide iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

8 DE DICIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de diciembre de 2011.

Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento aproximado a tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1 %, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

8 DE MARZO, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

5 DE JULIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.

2 DE AGOSTO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.





PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con info@ecb.europa.eu.



GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Activos de garantía: Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

Activos exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Base de reservas: Suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza

de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta de transferencias corrientes: Cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

Cuenta de rentas: Cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada a la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la

construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en

recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10 % de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10 % de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedad instrumental: Entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el *Consejo de Gobierno* y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador

(habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.