



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2012

02 | 2012

03 | 2012

04 | 2012

05 | 2012

06 | 2012

07 | 2012

08 | 2012

09 | 2012

10 | 2012

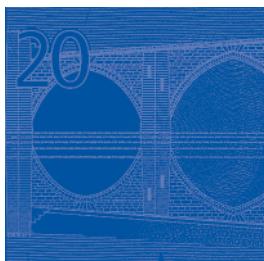
11 | 2012

12 | 2012

BOLETÍN MENSUAL
NOVIEMBRE



BANCO CENTRAL EUROPEO
EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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 7 de noviembre de 2012.

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

- Entorno exterior de la zona del euro
Evolución monetaria y financiera
Precios y costes
Producto, demanda y mercado de trabajo

Recuadros

- 1 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2012 **20**
2 Heterogeneidad en los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a sociedades no financieras en los distintos países de la zona del euro **39**
3 Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro: abril a septiembre de 2012 **46**
4 Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2012 **49**
5 Estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC de la zona del euro **57**
6 Evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro **62**
7 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondiente al cuarto trimestre de 2012 **64**

ARTÍCULOS

- Diferenciales de inflación en la zona del euro durante la última década
Evolución económica y financiera reciente en los países candidatos a la UE

5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

ANEXOS

- 9 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
16 Publicaciones del Banco Central Europeo **V**
55 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 del 8 de noviembre, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Debido a los elevados precios de la energía y a las subidas de los impuestos indirectos en algunos países de la zona del euro, se prevé que las tasas de inflación se mantengan por encima del 2 % durante el resto de 2012, y que se sitúen por debajo de ese nivel durante el año próximo y se mantengan en niveles compatibles con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En consonancia con este panorama, el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo contenido. Las expectativas de inflación en la zona del euro permanecen firmemente ancladas, en conformidad con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2 % a medio plazo. Se prevé que la actividad económica en la zona del euro continúe siendo débil, aunque sigue estando apoyada por la orientación de política monetaria del Consejo de Gobierno y la confianza de los mercados financieros ha mejorado visiblemente a raíz de sus decisiones relativas a las operaciones monetarias de compraventa (OMC). Al mismo tiempo, el necesario proceso de ajuste de los balances en partes importantes de los sectores financiero y no financiero, así como la elevada incertidumbre, siguen pesando sobre las perspectivas económicas. Es esencial que los Gobiernos fortalezcan la confianza mediante la aplicación decidida de las medidas necesarias para reducir los desequilibrios presupuestarios y estructurales y avancen en la reestructuración del sector financiero.

El Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de preservar el carácter único de su política monetaria y garantizar la transmisión adecuada de su orientación a la economía real en el conjunto de la zona del euro. Está preparado para ejecutar OMC, que ayudarán a evitar escenarios extremos, reduciendo claramente la preocupación por la materialización de factores destructivos.

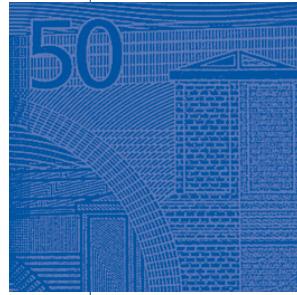
En lo que respecta al análisis económico, la tasa intertrimestral del PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2 % en el segundo trimestre de 2012, tras

register un crecimiento nulo en el trimestre anterior. En relación con el segundo semestre de 2012, los indicadores disponibles siguen apuntando a una actividad débil. Aunque los datos de producción industrial mostraron cierta fortaleza en julio/agosto, los datos de las encuestas más recientes relativas al conjunto de la economía, que abarcan hasta el cuarto trimestre, no indican mejoras para finales de año.

De cara al próximo año, se prevé que el ritmo de crecimiento siga siendo débil. Aunque sigue estando respaldado por las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE, el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la desigual recuperación mundial seguirán frenando el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro continúan apuntando a la baja.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 2,5 % en octubre de 2012, frente al 2,6 % registrado en septiembre y agosto. Considerando los actuales precios de los futuros del petróleo, las tasas de inflación podrían mantenerse en niveles elevados y descender nuevamente por debajo del 2 % durante el año próximo. En el horizonte temporal relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones subyacentes sobre los precios deberían seguir siendo limitadas. Por tanto, los actuales niveles de inflación deberían seguir teniendo carácter transitorio. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de la evolución de los costes, los salarios y los precios.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con nuevos incrementos de los impuestos indirectos debidos a la necesidad de sanear las finanzas públicas, mientras que los principales riesgos bajistas están relacionados con los efectos de un crecimiento más débil de lo esperado en la zona del euro, en caso de un recrudecimiento de las tensiones



en los mercados financieros, y sus repercusiones en los componentes internos de la inflación.

Por lo que se refiere al análisis monetario, el ritmo subyacente de la expansión monetaria se ha mantenido contenido. La tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,7% en septiembre, desde el 2,8% observado en agosto. Las salidas mensuales de M3 reflejaron en cierta medida la reversión de los desplazamientos de cartera hacia los componentes más líquidos de M3. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 se redujo hasta el 5,0% en septiembre, desde el 5,2% registrado en agosto. Al mismo tiempo, se observó un fortalecimiento de la base de depósitos de las entidades de crédito en algunos países con problemas, en un contexto de mejora de la confianza de los inversores en la zona del euro.

La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado (ajustada de ventas y titulizaciones de préstamos) siguió descendiendo en septiembre hasta el -0,4%, desde el -0,2% registrado en agosto. Esta evolución se debió principalmente a las nuevas amortizaciones netas de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras, que dieron lugar a una variación interanual de esos préstamos del -1,2%, frente al -0,5% observado en agosto. El crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares se mantuvo sin cambios en el 0,9% en septiembre. En gran medida, la moderación de la dinámica de los préstamos refleja la debilidad de las perspectivas para el PIB, una mayor aversión al riesgo y el ajuste en curso de los balances de hogares y empresas, todo lo cual influye negativamente en la demanda de crédito. Al mismo tiempo, en algunos países de la zona del euro, la segmentación de los mercados financieros y las restricciones sobre el capital de las entidades de crédito limitan la oferta de crédito. Los recientes resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios del tercer trimestre de 2012 respaldan esta valoración.

La solidez de los balances de las entidades de crédito será un factor clave tanto para facilitar una provisión adecuada de crédito a la economía como

para normalizar todos los canales de financiación, contribuyendo con ello a una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación de los sectores no financieros de los distintos países de la zona del euro. Por tanto, es esencial que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito siga reforzándose allí donde resulte necesario.

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

Otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones significativas para garantizar una mayor estabilización de los mercados financieros y una mejora de las perspectivas de crecimiento. Las reformas estructurales son esenciales para impulsar el potencial de crecimiento de los países de la zona del euro y aumentar el empleo. También deben adoptarse políticas orientadas a aumentar la capacidad de ajuste de las economías de la zona del euro a fin de completar el actual proceso de corrección de los desequilibrios existentes. Aunque se están logrando progresos visibles en la corrección de los costes laborales unitarios y los desequilibrios por cuenta corriente, se necesitan nuevas medidas para aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y la movilidad laboral en toda la zona del euro. Además, estas medidas estructurales complementarían y reforzarían el saneamiento presupuestario y la sostenibilidad de la deuda. En lo que respecta a las políticas fiscales, existen indicios claros de que los esfuerzos de saneamiento en los países de la zona del euro están dando resultados. Es esencial que se mantengan los esfuerzos para restablecer posiciones presupuestarias saneadas, en línea con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y las recomendaciones del Semestre Europeo 2012. El pleno acatamiento del marco de gobernanza fiscal y económica reforzado de la UE, incluida la rápida aplicación del pacto fiscal, enviará una señal clara a los mercados y fortalecerá la confianza en la solidez de las finanzas públicas.

El Consejo de Gobierno toma nota de las conclusiones del Consejo Europeo sobre el logro de la Unión Económica y Monetaria, aprobadas el 18 de octubre de 2012. En el contexto de las medidas para alcanzar un marco financiero integrado, el Consejo de Gobierno acoge con especial satisfacción el objetivo de acordar el marco legislativo de un mecanismo único de supervisión antes del 1 de enero de 2013 a fin de que esté operativo en el transcurso de 2013.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examina la evolución de los diferenciales de inflación en la zona del euro durante el último decenio y se señalan los factores determinantes de esa evolución. En el segundo se hace balance de la evolución económica y financiera reciente en los países candidatos de la UE y se exponen brevemente los desafíos que aún se les plantean en el camino a la adhesión.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa, aunque de forma gradual y sigue estando sujeta a una notable fragilidad. Los datos de las encuestas de opinión más recientes sugieren cierta estabilización del clima económico a comienzos del cuarto trimestre, aunque en niveles bajos. Pese a la moderación del crecimiento, más bien sincronizada, observada en los meses anteriores del año, el ritmo general de la expansión en las economías emergentes ha seguido siendo sólido en comparación con las economías avanzadas. A escala mundial, la inflación general repuntó ligeramente en septiembre como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo, mientras que la inflación subyacente continuó moderándose.

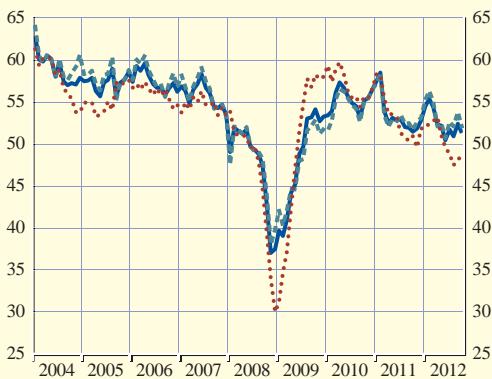
I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La gradual recuperación de la economía mundial sigue su curso, aunque continúa estando sujeta a una notable fragilidad. Aunque el ritmo de crecimiento experimentó una desaceleración en todas las regiones en los meses anteriores de este año, los indicadores de opinión más recientes sugieren que el clima económico se ha estabilizado hasta cierto punto a comienzos del cuarto trimestre, aunque en niveles bajos, y se prevé que la actividad se fortalezca gradualmente en el corto plazo. En octubre, el índice PMI global de producción de manufacturas y servicios descendió hasta 51,3 tras el fuerte aumento, hasta 52,4, registrado en septiembre, debido a la menor entrada de nuevos pedidos. A escala mundial, el sector servicios sigue aventajando en sus resultados al sector manufacturero, ya que los proveedores de servicios continúan declarando un sólido crecimiento de la actividad industrial, mientras que las empresas manufactureras registraron una nueva contracción de la producción, aunque a un ritmo más lento. La persistente debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores, la fragilidad del mercado de trabajo y el proceso de saneamiento de los balances seguirán limitando el ritmo de crecimiento en varias economías avanzadas. En las economías emergentes, se prevé que el crecimiento del PIB, aunque está experimentando una desaceleración, siga siendo sólido en comparación con las economías avanzadas, lo que supondrá una mayor contribución al crecimiento de la economía mundial.

Gráfico 1 PMI: producción mundial

(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)

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



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)

- Precios de consumo OCDE (todos los componentes)
- Precios de consumo OCDE (todos los componentes, excl. energía y alimentos)



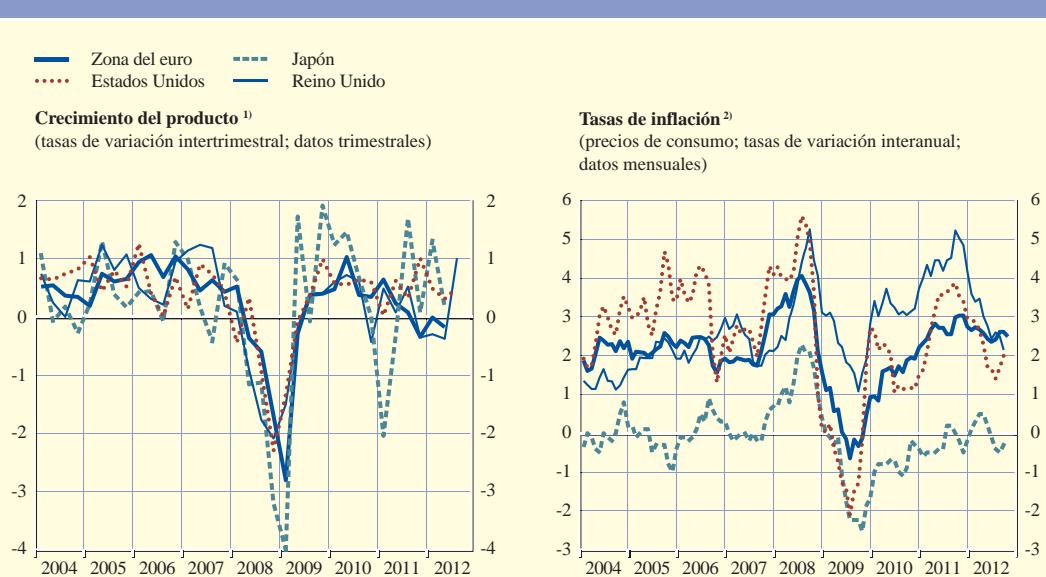
Fuente: OCDE.

La inflación mundial volvió a repuntar ligeramente en septiembre, impulsada en gran medida por los precios más altos de la energía. En los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo aumentó hasta el 2,2% en el año transcurrido hasta septiembre, desde el 2,1% observado en agosto. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo aún más, hasta el 1,6% en septiembre, desde el 1,7% de agosto. En varias economías emergentes, las tasas de inflación interanual también aumentaron, pero se mantienen notablemente por debajo de los máximos registrados el pasado año.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos el PIB real registró una aceleración en el tercer trimestre de 2012. Según la estimación de avance de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis), el PIB real creció a una tasa anualizada del 2% (0,5% en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2012, frente al 1,3% (0,3% en tasa intertrimestral) del segundo trimestre. El incremento observado en el tercer trimestre estuvo determinado, principalmente, por las contribuciones positivas del gasto en consumo personal (1,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real) y por un repunte del gasto público, que registró la tasa de crecimiento intertrimestral más alta de los tres últimos años, sumando 0,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB. La actividad económica en el tercer trimestre también se vio favorecida por la aceleración de la inversión residencial privada, que contribuyó 0,3 puntos porcentuales al crecimiento. Por otra parte, la demanda exterior neta supuso un lastre para el crecimiento (-0,2 puntos porcentuales), ya que caída de las exportaciones fue más acusada que la de las importaciones, y tanto la inversión no residencial como las existencias privadas restaron al crecimiento del PIB real 0,1 puntos porcentuales. El crecimiento de la renta personal disponible registró una desaceleración hasta el 0,8%, en términos reales y tasa anualizada, desde el 3,1% del segundo trimestre, lo que dio lugar a una caída de la tasa de ahorro personal, que se situó en el 3,7%, frente al 4% del segundo trimestre.

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) IAPEC para la zona del euro y el Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

Los indicadores recientes sugieren que la economía ha seguido creciendo a un ritmo moderado en el cuarto trimestre de 2012. En octubre, el número de empleos del sector no agrícola aumentó en 171.000, más de lo previsto por los analistas del mercado y por encima de la cifra revisada al alza de septiembre, que ascendía a 148.000. No obstante, la tasa de paro aumentó ligeramente hasta el 7,9 %, desde el 7,8 %. Como resultado de la mejora sostenida del mercado de la vivienda, la confianza de los constructores siguió aumentando en octubre, tras el incremento, a un ritmo sólido, de las cifras de ventas de nuevas viviendas correspondientes a septiembre. Además, los precios de la vivienda mantuvieron su movimiento alcista en agosto y, según el índice S&P/Case-Shiller, se situaban un 2 % por encima de los niveles de agosto de 2011. La confianza de los consumidores mejoró de nuevo en octubre. Por lo que respecta a las empresas el índice que elabora el Institute for Supply Management para el sector manufacturero, correspondiente a octubre, aumentó ligeramente de 51,5 a 51,7, mientras que el índice correspondiente al sector no manufacturero experimentó una contracción, pasando de 55,1 en septiembre a 54,2 en octubre.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC aumentó desde el 1,7 % registrado en agosto hasta el 2 % en septiembre, principalmente como consecuencia del incremento de los precios de la energía. La tasa media de inflación interanual correspondiente al tercer trimestre se redujo ligeramente, hasta el 1,7 %, desde el 1,9 % del trimestre anterior. La inflación interanual de los precios de los alimentos continuó moderándose, situándose en el 1,6 % frente al máximo del 4,7 % alcanzado en octubre de 2011. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual registró el primer incremento desde abril de 2012, aumentando hasta el 2 % en septiembre, desde el 1,9 % de agosto.

El 24 de octubre de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal afirmó que la actividad económica había continuado su expansión a un ritmo moderado, aunque reconoció que el crecimiento del empleo había sido lento y que la tasa de paro seguía siendo elevada. El Comité manifestó su intención de seguir comprando bonos de titulización hipotecaria de agencias a un ritmo de 40 mm de dólares estadounidenses al mes, conforme a lo anunciado en septiembre. Asimismo, se propone continuar con el programa de ampliación del vencimiento medio de sus tenencias de valores hasta final de año, así como con la política actual de reinvertir los pagos de principal de sus tenencias de deuda de agencias y de bonos de titulización hipotecaria de agencias. El Comité decidió, además, no modificar la banda del 0 % al 0,25 % fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales y anticipó que probablemente se justifique mantener dicho tipo en niveles excepcionalmente bajos como mínimo hasta mediados de 2015.

JAPÓN

En Japón, los indicadores económicos siguen apuntando a un deterioro de la actividad económica en el tercer trimestre de 2012. Por el lado interno, la producción industrial experimentó una contracción del 4,1 % en septiembre. Esta caída es la mayor registrada desde el terremoto de marzo de 2011 y la tercera caída mensual consecutiva. Las ventas del comercio al por menor solo aumentaron un 0,4 % en septiembre. Los temores ante una posible desaceleración de la demanda mundial y los efectos negativos de las tensiones entre China y Japón fueron los principales motivos mencionados como factores determinantes del descenso de los índices de clima económico en septiembre: el índice de difusión del sector manufacturero de la encuesta Tankan de Reuters registró una caída de 12 puntos, hasta -17, y el índice de difusión de confianza de los consumidores se redujo hasta 40,1 (desde 40,5). El índice PMI del sector manufacturero, correspondiente a octubre, bajó de 48,0 a 46,9. En el mercado de trabajo, la tasa de paro se mantuvo estable en el 4,2 % en septiembre. La debilidad del entorno exterior fue otro lastre para la actividad económica. La balanza comercial experimentó una caída sustancial, registrando un déficit de 980 mm de yenes en septiembre, el mayor déficit contabilizado en el país hasta la fecha.

La inflación interanual medida por el IPC se situó en el $-0,3\%$ en septiembre. Por su parte, la inflación subyacente (excluidos la energía, los alimentos y las bebidas) se mantuvo estable en un nivel del $-0,6\%$, en tasa interanual, frente al $-0,5\%$ del mes anterior. Para hacer frente a la deflación, el 30 de octubre de 2012 el Banco de Japón decidió incrementar el volumen total de su programa de compra de activos en unos 11 billones de yenes, hasta 91 billones, y anunció la puesta en marcha de un mecanismo para estimular los préstamos bancarios, la «Facilidad de Estímulo del Crédito Bancario». En el marco de dicho mecanismo se proporciona financiación a largo plazo —hasta un importe equivalente al aumento neto de los préstamos— a un tipo de interés reducido a las instituciones financieras que lo soliciten. No existe un tope para las cantidades que pueden solicitarse al amparo de esta facilidad. El Banco de Japón mantuvo sin variación, entre el 0% y el $0,1\%$, el objetivo fijado para los tipos de interés.

REINO UNIDO

Según una estimación provisional, en el Reino Unido, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 1% en el tercer trimestre de 2012. Se registraron aumentos generalizados en los servicios y la producción, mientras que la construcción siguió contrayéndose. El aumento general fue atribuible, en gran medida, a factores transitorios, como la celebración de las Olimpiadas en Londres. No obstante, también se aprecian algunos indicios de que el crecimiento subyacente se va adentrando lentamente en territorio positivo. Algunos indicadores cuantitativos recientes, como las ventas del comercio al por menor, han mostrado un relativo dinamismo en los últimos meses, aunque los indicadores de opinión correspondientes a octubre han sido, en general, menos favorables. La situación del mercado de trabajo ha seguido mejorando, con una caída de la tasa de paro de $0,2$ puntos porcentuales, hasta el $7,9\%$, en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2012. Sin embargo, de cara al futuro, la recuperación económica probablemente seguirá siendo lenta en el corto plazo, y que solo cobre impulso de forma muy gradual, 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 descendió hasta el $2,2\%$ en septiembre, desde el $2,5\%$ de agosto, mientras que si se excluyen la energía y los alimentos no elaborados, la tasa se mantuvo sin variación en el $2,2\%$. La caída de la inflación medida por el IPC se debió enteramente a efectos de base de los precios de la energía. De cara al futuro, la existencia de capacidad productiva sin utilizar y la lenta recuperación de la actividad económica deberían contribuir a moderar las presiones inflacionistas. En su reunión de 4 de octubre, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el $0,5\%$ y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

CHINA

La situación económica en China ha mejorado en los últimos meses. El crecimiento del PIB real se ralentizó ligeramente en tasa interanual en el tercer trimestre, situándose en el $7,4\%$, frente al $7,6\%$. Sin embargo, este descenso oculta un sólido aumento en cifras desestacionalizadas, ya que la economía creció un $2,2\%$ en tasa intertrimestral, el mejor resultado obtenido en cuatro trimestres, frente al 2% del trimestre anterior. Según estimaciones del BCE, el crecimiento en el tercer trimestre se vio respaldado, principalmente, por la demanda interna: el consumo y la inversión contribuyeron casi en igual medida, mientras que la demanda exterior neta solo contribuyó de forma moderada. El crecimiento de la producción industrial, la inversión en activos fijos y las ventas del comercio al por menor también registraron una aceleración en septiembre. El mercado de la vivienda se debilitó ligeramente tras un fuerte repunte en agosto. Tanto el PMI oficial del sector manufacturero como el del HSBC aumentaron el octubre, situándose el índice oficial justo por encima de 50, lo que confirma la pujanza del crecimiento. El crecimiento de las exportaciones totales repuntó con fuerza en septiembre, hasta el 10% en tasa interanual. El aumento del crecimiento de las importaciones fue más moderado, pero de nuevo se tornó positivo, tras una caída en agosto. Como resultado, la balanza comercial

acumulada de doce meses contabilizó un superávit de 198 mm de dólares estadounidenses, la cifra más alta registrada desde diciembre de 2009. Las reservas exteriores se incrementaron en 12 mm de dólares estadounidenses, hasta situarse en 3,29 billones de dólares. En octubre, el renminbi casi revirtió por completo la moderada depreciación frente al dólar estadounidense observada entre mayo y septiembre. Tanto la inflación medida por el IPC como la inflación subyacente se situaron por debajo del 2 % en septiembre, mientras que la inflación medida por el índice de precios industriales siguió siendo negativa por séptimo mes consecutivo. El crecimiento de los préstamos y del agregado monetario amplio experimentó una ligera aceleración.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Durante la mayor parte de octubre, los precios del petróleo fluctuaron entre 110 y 115 dólares estadounidenses el barril. El 7 de noviembre, el precio del barril de Brent se situaba en 109 dólares estadounidenses. De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más bajos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2013 se negocian actualmente a 101 dólares estadounidenses el barril.

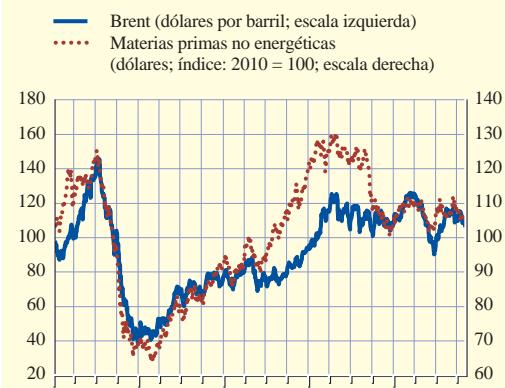
La volatilidad que han mostrado recientemente los precios del petróleo puede explicarse por la interacción de varios factores de oferta y de demanda. Por el lado de la demanda, la inquietud respecto a las perspectivas de la economía mundial ha presionado a la baja sobre los precios del petróleo como consecuencia del menor crecimiento de la demanda. Sin embargo, por el lado de la oferta, las tensiones geopolíticas han ejercido presión al alza sobre los precios del crudo. Además, la producción de petróleo de la OPEP cayó en septiembre hasta el nivel mínimo de los ocho últimos meses, dado que el aumento de la oferta de Iraq y Libia no bastó para compensar las caídas de la producción en Irán en particular. A medio plazo, la Agencia Internacional de la Energía espera una expansión de la capacidad de producción de petróleo muy superior al incremento previsto de la demanda, principalmente como consecuencia del mayor crecimiento de la producción en América del Norte y de la capacidad iraquí.

Los precios internacionales de las materias primas no energéticas descendieron en octubre. Los precios de los metales bajaron como resultado de la moderación de las perspectivas económicas, mientras que las señales de una reposición de las existencias hicieron aumentar el precio del mineral de hierro. Los precios de las materias primas agrícolas continuaron su caída tras los máximos registrados en junio y julio, como consecuencia de las sequías registradas en Estados Unidos. En términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, hacia finales de octubre, un 1,3 % por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 TIPOS DE CAMBIO

Entre finales de julio y principios de noviembre de 2012, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció en un entorno de descenso de la volatilidad. El 7 de noviembre 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

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

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

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100

Contribuciones a las variaciones del TCE 20²⁾
Del 31 de julio al 7 de noviembre de 2012
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

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

euro, se situaba un 2,1 % por encima del nivel registrado a finales de julio de 2012 y un 6,5 % por debajo de la media de 2011 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, en los tres últimos meses el euro se ha apreciado, en general, frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 31 de julio y el 7 de noviembre de 2012, la moneda única se

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 7 de noviembre de 2012	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro a 7 de noviembre de 2012 desde:		
			31 de julio de 2012	2 de enero de 2012	en comparación con: media de 2011
Renminbi chino	18,8	7,977	2,1	-2,2	-11,3
Dólar estadounidense	16,9	1,275	3,8	-1,5	-8,4
Libra esterlina	14,9	0,798	1,8	-4,4	-8,0
Yen japonés	7,2	102,1	6,3	2,6	-8,0
Franco suizo	6,5	1,207	0,4	-0,7	-2,1
Zloty polaco	6,2	4,113	0,2	-8,1	-0,2
Corona checa	5,0	25,40	0,6	-0,4	3,3
Corona sueca	4,7	8,555	2,3	-4,2	-5,3
Won coreano	3,9	1.384	-0,3	-7,4	-10,2
Forint húngaro	3,2	282,1	1,1	-10,3	1,0
TCEN ²⁾		96,7	2,1	-2,8	-6,5

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).

apreció frente al dólar estadounidense (un 3,8%), el yen japonés (un 6,3%) y la libra esterlina (un 1,8%). Durante el mismo período, el euro se apreció también frente a las monedas de los grandes países asiáticos exportadores de materias primas, así como frente a las monedas de la mayoría de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro (véase cuadro 1). La volatilidad en los mercados, medida a partir de los precios de las opciones sobre tipos de cambio, ha seguido reduciéndose en los tres últimos meses y, por consiguiente, se mantiene por debajo de las medias históricas.

Entre el 31 de julio y el 7 de noviembre de 2012, las monedas que participan en el MTC II se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades. El lats letón cotizó en la zona más fuerte de su paridad central dentro de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

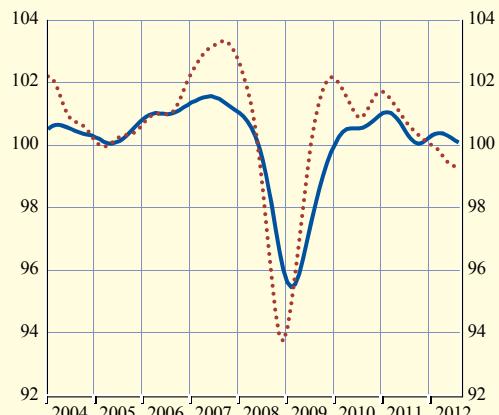
De cara al futuro, se espera que la actividad económica registre un gradual fortalecimiento en un contexto de mejora de la situación financiera y de políticas monetarias acomodaticias. El componente de nuevos pedidos del índice PMI compuesto global sobre pasó en septiembre el umbral de 50 que separa la expansión de la contracción y solo experimentó un ligero descenso, hasta 51,3, en octubre. Esta estabilización del clima económico indica un comienzo más positivo de cara al cuarto trimestre y sugiere que, a escala mundial, podría haberse superado el bache. Por su parte, el indicador sintético adelantado, que tiene por objeto anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, sigue apuntando a una moderación del ritmo de crecimiento, tanto en el espacio de la OCDE como en las principales economías no pertenecientes a esta organización.

Las perspectivas del entorno exterior de la zona del euro siguen estando sujetas a un grado de incertidumbre considerable y los riesgos para las perspectivas mundiales se sitúan a la baja. Los efectos de contagio de una nueva intensificación de la crisis de la zona del euro siguen siendo el principal riesgo a la baja, al que hay que sumar los relacionados con el inminente endurecimiento de la política fiscal y la ampliación de los límites al endeudamiento en Estados Unidos, así como las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, en donde la inquietud respecto a Irán podría distorsionar el suministro de petróleo, y en Asia Oriental, región en la que las tensiones entre Japón y China podrían afectar negativamente al comercio mundial.

Gráfico 6 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)

OCDE
Economías emergentes



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 septiembre de 2012 continuaron señalando el lento ritmo de expansión monetaria y crediticia subyacente. Es probable que la ligera relajación de las tensiones en los mercados financieros en septiembre incitara a los inversores institucionales de la zona del euro a reducir sus colchones de liquidez, lo que se tradujo en salidas de M3, a pesar de que la tasa de crecimiento interanual de este agregado monetario amplio se mantuvo prácticamente sin variación. Los préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro siguieron contrayéndose, debido a las significativas amortizaciones netas de préstamos a sociedades no financieras, ya que las restricciones de oferta se conjugaron con una débil demanda de préstamos bancarios. Al mismo tiempo, la evolución de los balances de las entidades de crédito en septiembre ofrece los primeros indicios de una menor fragmentación financiera en la zona del euro, que son visibles especialmente en el reajuste de los depósitos de no residentes en la zona, en favor de algunos países que habían registrado salidas anteriormente.

EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en septiembre y se situó en el 2,7 %, frente al 2,8 % del mes anterior (véase gráfico 7). La escasa variación de esta tasa oculta cuantiosas salidas mensuales del agregado monetario amplio. Las tensiones en los mercados financieros se relajaron ligeramente en septiembre, en el contexto del anuncio por parte del BCE de la realización de operaciones monetarias de compraventa y de las decisiones legales que allanan el camino para la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). A su vez, es probable que esta circunstancia haya provocado, hasta cierto punto, la reversión de los colchones de liquidez creados por los inversores institucionales en meses anteriores en respuesta a la incertidumbre. De hecho, el detalle por instrumento y sector muestra que las salidas de M3 de septiembre estuvieron impulsadas por las tenencias de los componentes más líquidos y volátiles (es decir, M1 e instrumentos negociables) por parte de otros intermediarios financieros (OIF).

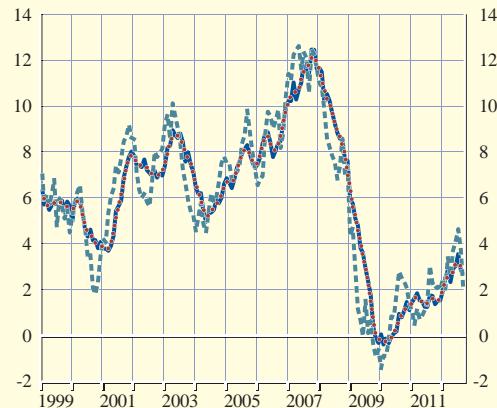
En cuanto a las contrapartidas de M3, los préstamos de las IFM al sector privado no financiero volvieron a contraerse, como consecuencia de las significativas amortizaciones netas mensuales de préstamos a sociedades no financieras. Sin embargo, esta contracción fue contrarrestada por un ligero incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido a las Administraciones Públicas.

El volumen de los principales activos de las IFM de la zona del euro se redujo nuevamente en septiembre, aunque en una medida mucho menor que en agosto. Esta disminución se debió, sobre todo, a la disminución de los préstamos interbancarios, de los activos exteriores y de los préstamos a las sociedades no financieras.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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

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



Fuente: BCE.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El componente monetario más líquido, el agregado monetario M1, registró claras salidas en septiembre, tras cuatro meses consecutivos de entradas. Su tasa de crecimiento interanual disminuyó hasta el 5% en septiembre, frente al 5,2% del mes anterior. El hecho de que las salidas reflejen, en su práctica totalidad, una reducción de los colchones de liquidez mantenidos por los inversores institucionales indica que la evolución estuvo impulsada, principalmente, por la ligera relajación de las tensiones en los mercados financieros. En el contexto del anuncio por parte del BCE de su programa de operaciones monetarias de compraventa y de las decisiones legales que allanan el camino para la puesta en marcha del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), los inversores institucionales de la zona del euro parecen haber desplazado su liquidez hacia activos de mayor riesgo. Además, parece que los inversores internacionales reestructuraron ligeramente la asignación de sus fondos entre los Estados miembros de la zona del euro. En este entorno, las entidades de crédito de países con dificultades financieras registraron entradas de depósitos, en detrimento de los depósitos mantenidos en IFM ubicadas en países percibidos como refugios seguros.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (M2 menos M1) se mantuvo en el 0,6% en septiembre, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior. En concreto, los depósitos de ahorro a corto plazo (disponibles con preaviso hasta tres meses) registraron entradas adicionales procedentes de los hogares. En cambio, los depósitos a plazo hasta dos años permanecieron básicamente estancados. Sin embargo, se observaron flujos mensuales positivos en algunos Estados miembros de la zona del euro que anteriormente habían registrado salidas provocadas por las tensiones, lo que se debe no solo a los mayores esfuerzos de las entidades de crédito de estas jurisdicciones para atraer y retener una financiación estable mediante los depósitos, sino también a los cambios regulatorios que favorecieron las entradas en depósitos de los fondos procedentes de valores a corto plazo.

En cuanto a los principales componentes de M3, los instrumentos negociables (M3 menos M2) registraron las mayores salidas en septiembre, que hicieron que su tasa de crecimiento interanual cayera al -1,4%, frente al -0,3% de agosto. Aunque todos los instrumentos se vieron afectados por retiradas en septiembre, el grueso de las salidas se registró en las cesiones temporales, impulsadas en su totalidad por los OIF. Esta evolución ofrece indicios adicionales de que los inversores institucionales redujeron sus colchones de depósitos creados en respuesta a la incertidumbre. Las participaciones en fondos del mercado monetario experimentaron salidas por cuarto mes consecutivo, en un entorno de rentabilidades reales muy bajas.

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) se situó en el 2,4% en septiembre, sin variación con respecto al mes anterior. Todos los sectores salvo los OIF —cuyas tenencias de depósitos es sabido que son volátiles y que responden a consideraciones de cartera— contribuyeron positivamente al crecimiento interanual de los depósitos de M3.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM a residentes en la zona del euro se mantuvo sin variación en el 0,5% en septiembre (véase cuadro 2). Este resultado oculta los movimientos opuestos que registraron las tasas de crecimiento interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas y del crédito al sector privado de la zona del euro. En particular, la tasa de crecimiento interanual del crédito de las IFM a las Administraciones Públicas se elevó al 8,3% en septiembre, frente al 8,1% de agosto. Aunque este incremento fue moderado, la evolución mensual fue notable, ya que las IFM volvieron a realizar considerables adquisiciones de valores de deuda pública en

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 IV	2012 I	2012 II	2012 III	2012 Ago	2012 Sep
M1	51,9	2,0	2,4	2,9	4,7	5,2	5,0
Efectivo en circulación	9,0	6,2	6,1	5,5	5,3	5,2	4,3
Depósitos a la vista	42,9	1,2	1,7	2,4	4,6	5,2	5,1
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,7	2,1	2,5	2,6	1,3	0,7	0,6
Depósitos a plazo hasta dos años	18,6	1,6	3,0	2,3	-1,1	-2,5	-2,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,1	2,5	2,1	2,9	3,6	3,7	4,0
M2	91,6	2,1	2,5	2,8	3,2	3,2	3,1
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	8,4	-3,6	-0,1	2,6	1,7	-0,3	-1,4
M3	100,0	1,5	2,2	2,7	3,1	2,8	2,7
Crédito a residentes en la zona del euro	1,1	1,2	1,3	0,8	0,5	0,5	
Crédito a las Administraciones Públicas	1,4	5,2	8,4	8,8	8,1	8,3	
Préstamos a las Administraciones Públicas	-2,1	-4,6	-1,7	1,5	1,7	1,7	
Crédito al sector privado	1,1	0,3	-0,3	-1,0	-1,2	-1,3	
Préstamos al sector privado	1,8	0,7	-0,1	-0,5	-0,6	-0,8	
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones ²⁾	2,0	1,1	1,4	-0,1	-0,2	-0,4	
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)	2,6	0,4	-2,4	-4,4	-4,5	-5,0	

Fuente: BCE.

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

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

septiembre. Estas adquisiciones fueron relativamente generalizadas en todos los países de la zona del euro y se llevaron a cabo en un entorno de relajación de las tensiones en los mercados financieros en relación con este tipo de activo. Pese a que las IFM aumentaron sus tenencias de deuda pública, no concedieron préstamos a las Administraciones Públicas en septiembre, en términos netos.

La contracción del crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro continuó en septiembre y su tasa de variación interanual se situó en el -1,3%, frente al -1,2% de agosto. En concreto, los préstamos de las IFM al sector privado volvieron a reducirse en septiembre debido principalmente a las considerables amortizaciones de préstamos a las sociedades no financieras, que hicieron que la tasa de variación interanual cayera al -0,4%, desde el -0,2% de agosto. Además, las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por el sector privado de la zona del euro en poder de las IFM descendieron en septiembre, lo que provocó un nuevo aumento de la tasa de descenso interanual de esta partida del balance. Esta evolución estuvo relacionada, sobre todo, con las tenencias de valores emitidos por sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y refleja, por tanto, amortizaciones netas de bonos de titulización en poder de las IFM, en un entorno de escasa actividad de nuevas emisiones de este tipo de valores. Al mismo tiempo, en septiembre, las IFM aumentaron sus tenencias de acciones y otras participaciones emitidas por el sector privado no monetario.

Las significativas amortizaciones netas de préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras en septiembre provocaron una disminución adicional de la tasa de variación interanual de estos préstamos (ajustados de ventas y titulizaciones), que pasó a situarse en el -1,2%, frente al -0,5% de agosto (véase cuadro 3). La reducción de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras afectó principalmente a los préstamos a corto plazo, que suelen estar asociados con la financiación del capital circulante, pero que también tienen una elevada tasa de cancelación natural. Aunque los préstamos a medio plazo (hasta cinco años) también registraron amortizaciones netas, el flujo neto en el caso de los préstamos a largo

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

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.

plazo fue nulo. Una desaceleración adicional de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras sería coherente con las regularidades históricas, dada la evolución actual y esperada de la actividad económica (véase también el recuadro 1). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM a los hogares se mantuvo sin variación en el 0,9% en septiembre, siendo reflejo de un escaso flujo mensual, que correspondió exclusivamente a préstamos para adquisición de vivienda.

En conjunto, la evolución de septiembre confirma la persistente atonía de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro, aunque la dinámica sigue siendo algo dispar entre países. La debilidad de los préstamos de las IFM al sector privado refleja una confluencia de factores de oferta y de demanda, cuya importancia varía también de un país a otro. En el recuadro 3 se muestran los resultados de la última encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro. Además, en el recuadro 4 se presenta un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación, desglosado por sector institucional.

A pesar de ciertas mejoras, la incertidumbre económica se mantiene y la actividad económica continúa siendo débil. Estos factores, combinados con la permanente necesidad de reducir las posiciones de apalancamiento de los hogares y las empresas, merman el apetito y la capacidad para contraer deuda. Al mismo tiempo, el recurso a la financiación interna y en los mercados está frenando la demanda de préstamos a las entidades de crédito en particular. Por lo que respecta a la oferta, el precario nivel de capital de algunos bancos está limitando su capacidad para ampliar sus carteras crediticias.

La tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) continuó descendiendo en septiembre, hasta situarse en el -5%. Este resultado es reflejo de las salidas registradas en todos los instrumentos en septiembre, lo que sugiere que los flujos de salida que experimentaron los depósitos incluidos en M3 no beneficiaron a los instrumentos de las IFM a más largo plazo, sino que se dirigieron fundamentalmente hacia inversiones en el resto de plazos y con distintos

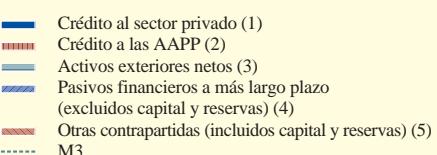
niveles de riesgo. La tasa de crecimiento interanual del capital y reservas se mantuvo sólida en septiembre, tras un flujo mensual positivo relacionado con un programa de apoyo público.

La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro registró una disminución de 68 mm de euros en los doce meses transcurridos hasta septiembre, por lo que solo influyó ligeramente en la evolución de M3 (véase gráfico 8). En términos mensuales, en septiembre se observó un moderado flujo de salida de capital desde la zona del euro, tras dos meses de entradas. Esta evolución responde, probablemente, a que parte de las reducciones de las tenencias de M3 por parte de los OIF en septiembre se utilizaron para financiar adquisiciones de activos exteriores, ya que la mejora del entorno de riesgo suele ir acompañada de un menor sesgo nacional.

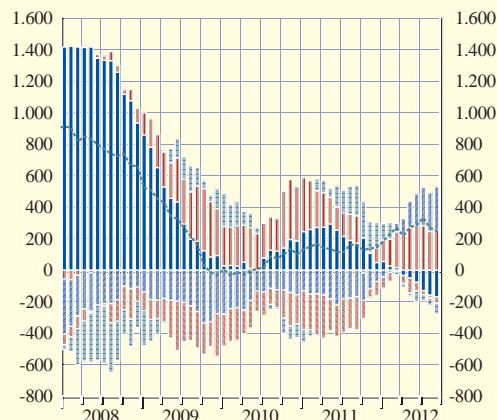
En resumen, los datos de septiembre confirman que el ritmo de crecimiento monetario y crediticio subyacente ha sido lento durante un largo período. Es probable que las salidas registradas en M3 en septiembre sean reflejo de una cierta normalización de la asignación de carteras, tras la preferencia de los inversores institucionales por los depósitos líquidos en los meses anteriores. En conjunto, el crecimiento de M3 sigue siendo tenue. La evolución de los balances de las entidades de crédito en septiembre muestra los primeros indicios de una menor fragmentación financiera en la zona del euro y, sobre todo, un reajuste de los depósitos de no residentes en la zona, a favor de algunos países que anteriormente habían registrado salidas. Al mismo tiempo, los préstamos de las IFM al sector privado de la zona del euro continuaron contrayéndose, ya que las restricciones de oferta se conjugaron con una débil demanda de préstamos bancarios.

Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



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



Fuente: BCE.

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

Recuadro I

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

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro correspondiente al tercer trimestre de 2012 que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 25 de septiembre y el 9 de octubre de 2012¹.

En la zona del euro en su conjunto, el endurecimiento neto de los criterios que aplican las entidades de crédito para la aprobación de préstamos a empresas aumentó en el tercer trimestre de 2012, en

¹ La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 9 de octubre de 2012. El 31 de octubre de 2012 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

comparación con la encuesta anterior. En cambio, estos criterios se mantuvieron básicamente estable para los préstamos para adquisición de vivienda y se relajaron ligeramente para el crédito al consumo. La percepción de riesgos contribuyó en mayor medida al endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, mientras que el efecto de este factor prácticamente no varió para los préstamos a hogares. En cambio, el impacto de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades disminuyó ligeramente en el caso de los préstamos a empresas y de manera más acusada en el de los préstamos a hogares. En cuanto a la demanda de préstamos a empresas, las entidades participantes en la encuesta señalaron que había registrado un descenso algo más pronunciado en términos netos en el tercer trimestre de 2012. Esta caída neta no estuvo relacionada con las inversiones en capital fijo, sino que más bien estuvo impulsada por las menores necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición, así como de existencias y capital circulante, y también por el recurso a otras fuentes de financiación externas como la emisión de valores de renta fija y de acciones. En términos netos, la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda retrocedió a un ritmo más rápido en el tercer trimestre que en el segundo, mientras que la contracción neta de la demanda de crédito al consumo disminuyó ligeramente. De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan un grado similar de endurecimiento neto de los criterios de aprobación de préstamos a empresas y de préstamos para adquisición de vivienda, y cierta moderación de los aplicados al crédito al consumo, así como que el descenso neto de la demanda de préstamos a empresas y a hogares se ralentice en el cuarto trimestre de 2012.

Préstamos y líneas de crédito a empresas

En el tercer 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 incrementó hasta el 15 % (en comparación con el 10 % del trimestre anterior; véase gráfico A). El endurecimiento fue mayor de lo esperado en la encuesta realizada tres meses antes (el 10 %). Este aumento se registró, en términos netos, tanto en los préstamos a corto plazo como en los préstamos a largo plazo. Además, el endurecimiento neto de los criterios de aprobación se incrementó en el caso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes), mientras que se mantuvo básicamente estable en el de los préstamos a grandes empresas.

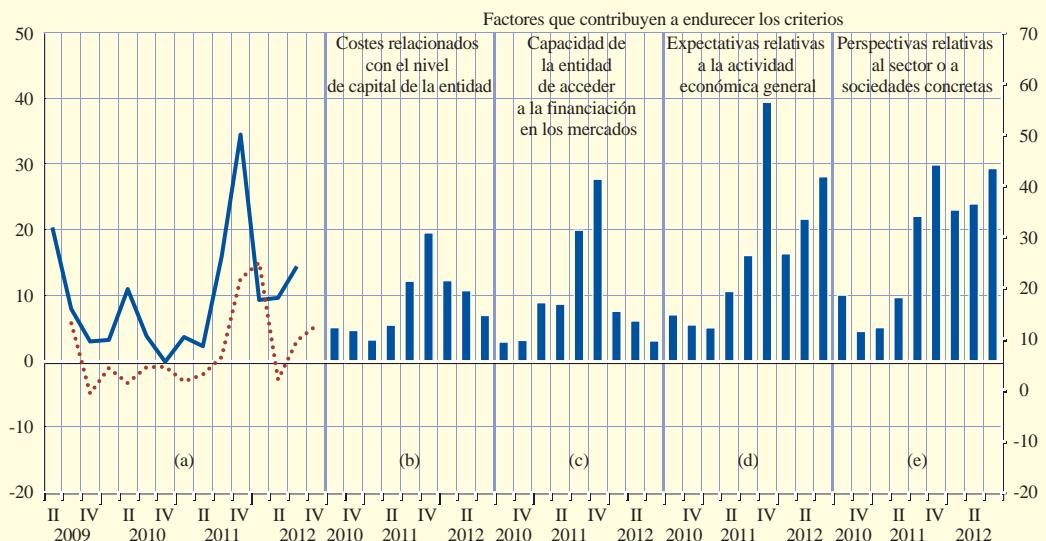
Si se consideran los factores determinantes de esta evolución, el porcentaje neto de entidades de crédito de la zona del euro que indicó que los costes de financiación y la disponibilidad de fondos habían contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos créditos disminuyó hasta el 3 % en el tercer trimestre de 2012, frente al 7 % del segundo trimestre. En términos netos se observó cierta moderación de la contribución de factores como el nivel de capital de las entidades (el 7 %, frente al 11 % del segundo trimestre), el acceso de las entidades a la financiación en los mercados (el 3 %, frente al 6 % del trimestre anterior) y su situación de liquidez (el -2 %, frente al 3 %). Al mismo tiempo, el impacto restrictivo derivado del nivel de capital de las entidades siguió siendo más acusado que el causado por los otros dos factores, lo que indica la necesidad de ajuste de los balances de las entidades de crédito. En cambio, el efecto de la percepción de riesgos en el endurecimiento de los criterios de aprobación aumentó, debido fundamentalmente a unas expectativas más negativas relativas a la actividad económica en general (el 28 %, frente al 22 % del segundo trimestre de 2012).

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)

— Observados (escala izquierda)
..... Esperados (escala derecha)



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.

y a los riesgos asociados a las perspectivas de sectores concretos (el 30%, frente al 24% del segundo trimestre). El impacto de los riesgos relativos a las garantías solicitadas se moderó ligeramente, mientras que otros factores como la presión de la competencia de otras entidades y de instituciones no bancarias contribuyeron incluso a una relajación neta de los criterios de aprobación en el tercer trimestre de 2012.

El aumento del endurecimiento neto señalado por las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta quedó reflejado en el mayor incremento de los márgenes de los préstamos de mayor riesgo (véase gráfico B), mientras que las otras condiciones prácticamente no variaron. La ampliación de los márgenes de los préstamos ordinarios apenas cambió con respecto al segundo trimestre (el 23%, frente al 25%), mientras que en los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo aumentó considerablemente tras haber disminuido en las dos encuestas anteriores (hasta el 44%, desde el 32%), lo que apunta a una diferenciación de precios en relación con el riesgo más pronunciada por parte de las entidades. El endurecimiento neto de otras condiciones no relacionadas con el precio (por ejemplo, los gastos excluidos intereses, la cuantía y el plazo de vencimiento, así como las garantías solicitadas) básicamente no registró variaciones.

De cara al futuro, en términos netos, 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 cuarto trimestre de 2012 (el 13%). Se prevé un ligero endurecimiento adicional de estos criterios que afectará a las grandes empresas (el 10%) más que a las pymes (el 7%), y principalmente a los préstamos a largo plazo.

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)



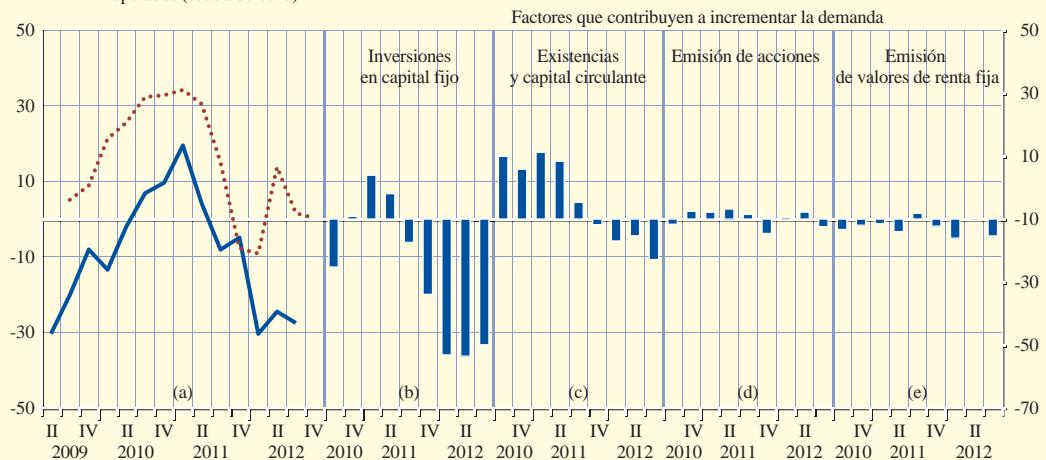
Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han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

En el tercer trimestre de 2012, el descenso neto de la demanda de préstamos por parte de las empresas fue más acusado que en el trimestre precedente (el -27 %, frente al -25 %) y mayor de lo esperado por las entidades participantes en la encuesta anterior (el -8 %). Además, la caída neta de la demanda pareció

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

(porcentaje neto)

— Observados (escala izquierda)
..... Esperados (escala derecha)



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

haber sido prácticamente similar para las grandes empresas y para las pymes (el -24 % y el -23 %, respectivamente), aunque más pronunciada en el caso de los préstamos a largo plazo que en el de los préstamos a corto plazo (el -24 % y el -17 %, respectivamente).

Según indicaron las entidades encuestadas, la caída neta de la demanda estuvo impulsada principalmente por el sustancial impacto negativo de las necesidades de financiación de operaciones de fusión y adquisición (el -17 %, frente al -13 %) y de las asociadas a existencias y capital circulante (el -11 %, frente al -4 %). El recurso a otras fuentes de financiación externas también contribuyó a la mayor contracción neta de la demanda de préstamos. En términos netos, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que la emisión de valores de renta fija (el -5 %, frente al 0 % del segundo trimestre de 2012), la emisión de acciones (el -2 %, en comparación con el 2 % del segundo trimestre) y los préstamos de instituciones no bancarias (el -2 %, frente al -1 %) habían contribuido en mayor medida al descenso neto de la demanda. En cambio, el impacto negativo sobre las necesidades de financiación de las empresas derivado de las inversiones en capital fijo y de las fuentes de financiación internas contribuyó algo menos a la disminución neta de la demanda de préstamos.

De cara al futuro, las entidades de crédito esperan un descenso neto considerablemente menor de la demanda de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2012 (el -10 %), así como que este descenso corresponda en mayor medida a las grandes empresas (el -9 %) que a las pymes (el -6 %) y que afecte más a los préstamos a largo plazo (el -11 %) que a los préstamos a corto plazo (el -4 %).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

En el tercer trimestre de 2012, el porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido descendió ligeramente, hasta el 12 %, frente al 13 % del segundo trimestre (véase gráfico D). Este descenso fue menor

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

(porcentaje neto)



de lo previsto en la encuesta anterior. Según las entidades encuestadas, la moderada reducción del endurecimiento neto observada en el tercer trimestre estuvo impulsada fundamentalmente por una pronunciada disminución de las presiones asociadas a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos (hasta el 9% en términos netos, frente al 14% del segundo trimestre), mientras que el impacto de las expectativas relativas a la actividad económica en general y de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda prácticamente no se modificó. Al igual que en la encuesta anterior, las entidades indicaron que el efecto de la presión de la competencia siguió siendo neutral.

Las condiciones relacionadas con el precio y otras condiciones de las solicitudes de préstamo para adquisición de vivienda mostraron un comportamiento divergente en el tercer trimestre de 2012. Mientras que los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios se mantuvieron básicamente estables (el 14%, frente al 15% del segundo trimestre de 2012), los aplicados a los préstamos de mayor riesgo disminuyeron ligeramente (el 19%, frente al 21%). Las respuestas relativas a otras condiciones de los nuevos créditos indican un ligero endurecimiento de la relación entre el principal y el valor de la garantía y de los gastos excluidos intereses, así como cierta moderación en el caso del plazo de vencimiento de los préstamos (el 3%, frente al 5%).

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan una ligera moderación del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos para adquisición de vivienda (el 9%) para el cuarto trimestre de 2012.

Como en el caso de los préstamos a empresas, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron una contracción más pronunciada de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en términos netos (el -25%, frente al -21% del segundo trimestre de 2012; véase gráfico E). Aunque el progresivo deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el -14%, frente al

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.

–25 %) y de la confianza de los consumidores (el –23 %, frente al –27 %) contribuyó menos a este descenso neto que en la encuesta anterior, el recurso al ahorro de las familias como fuente de financiación alternativa contribuyó de manera algo más acusada a la caída neta de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el –9 %, frente al –8 %).

De cara al futuro, las entidades esperan una nueva caída neta de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda (el –9 %) para el cuarto trimestre de 2012, aunque a un ritmo más lento que en el tercer trimestre del año.

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

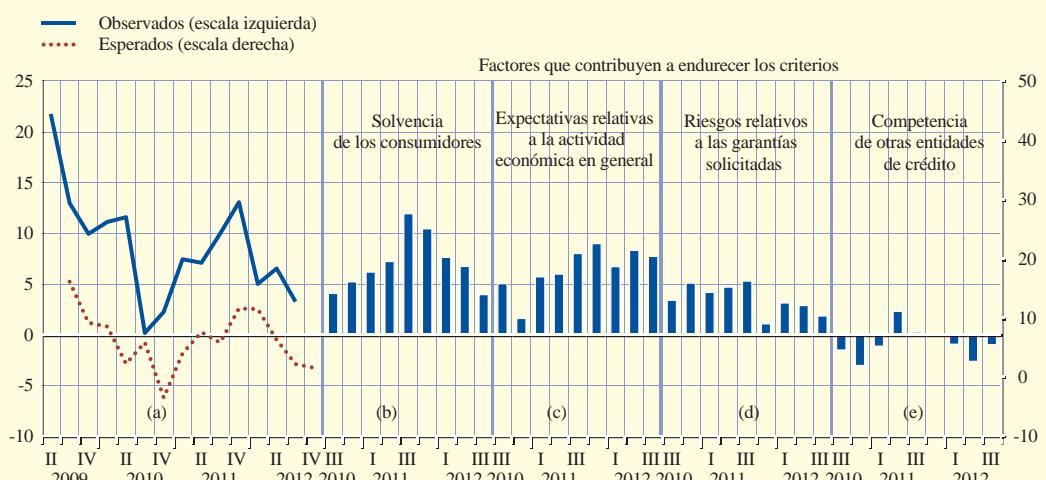
Para el tercer trimestre de 2012, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta indicaron que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares había disminuido ligeramente (el 3 %, frente al 7 %; véase gráfico F). Las presiones sobre los criterios procedentes del coste de financiación y la disponibilidad de fondos cayeron hasta el 1 %, frente al 8 % del segundo trimestre de 2012. Mientras que la percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas prácticamente no se modificó, la relacionada con la solvencia de los consumidores descendió (hasta el 4 %, frente al 7 %). 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 y de los préstamos ordinarios aumentó ligeramente (hasta el 14 % y el 13 %, respectivamente). 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 cuarto trimestre de 2012.

En el tercer trimestre de 2012, la demanda de crédito al consumo continuó disminuyendo en términos netos, aunque a un ritmo más lento que en la encuesta anterior (el –22 %, frente al –27 % del 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.

precedente; véase gráfico E), debido principalmente a la desaceleración de la caída del gasto en bienes de consumo duradero (el -18 %, frente al -28 % del segundo trimestre) y a la menor disminución de la confianza de los consumidores (el -22 %, frente al -26 %).

De cara al futuro, las entidades esperan una ralentización considerable de la caída neta de la demanda de crédito al consumo en el cuarto trimestre de 2012 (el -12 %).

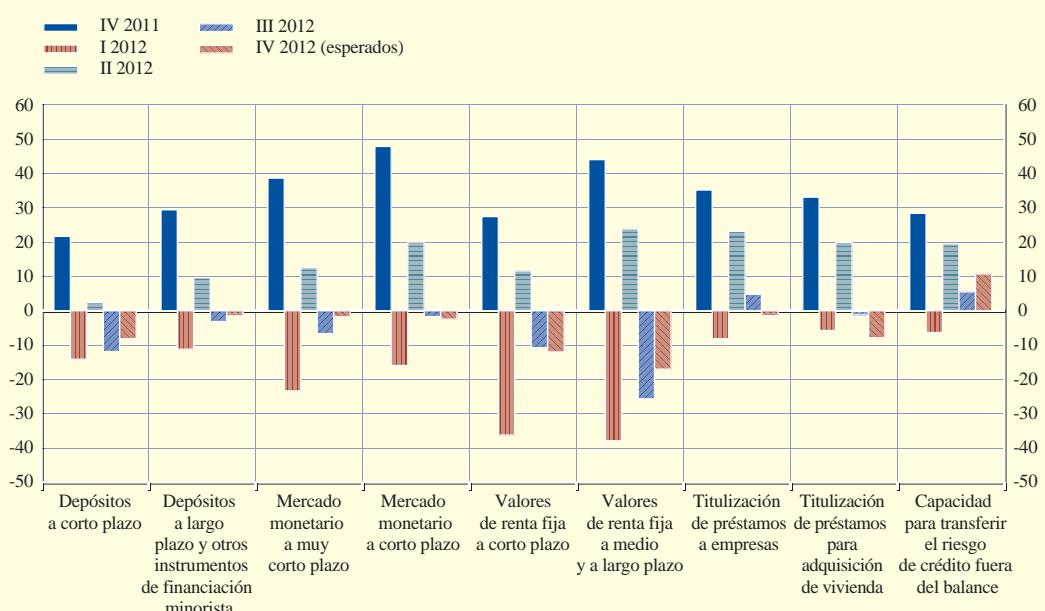
Pregunta ad hoc sobre el impacto de las turbulencias financieras

Al igual que en rondas anteriores, en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre 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 tercer trimestre de 2012, así como hasta qué punto podrían seguir influyendo en el cuarto trimestre del año.

En términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta señalaron una mejora, en general, en el acceso a la financiación mayorista y minorista en comparación con el segundo trimestre de 2012, indicando que el acceso a los depósitos minoristas, a los mercados monetarios y a la emisión de valores de renta fija había mejorado en términos netos (véase gráfico G). Además, las condiciones de acceso a los mercados de titulización parecieron haberse deteriorado considerablemente menos en el tercer 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

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».

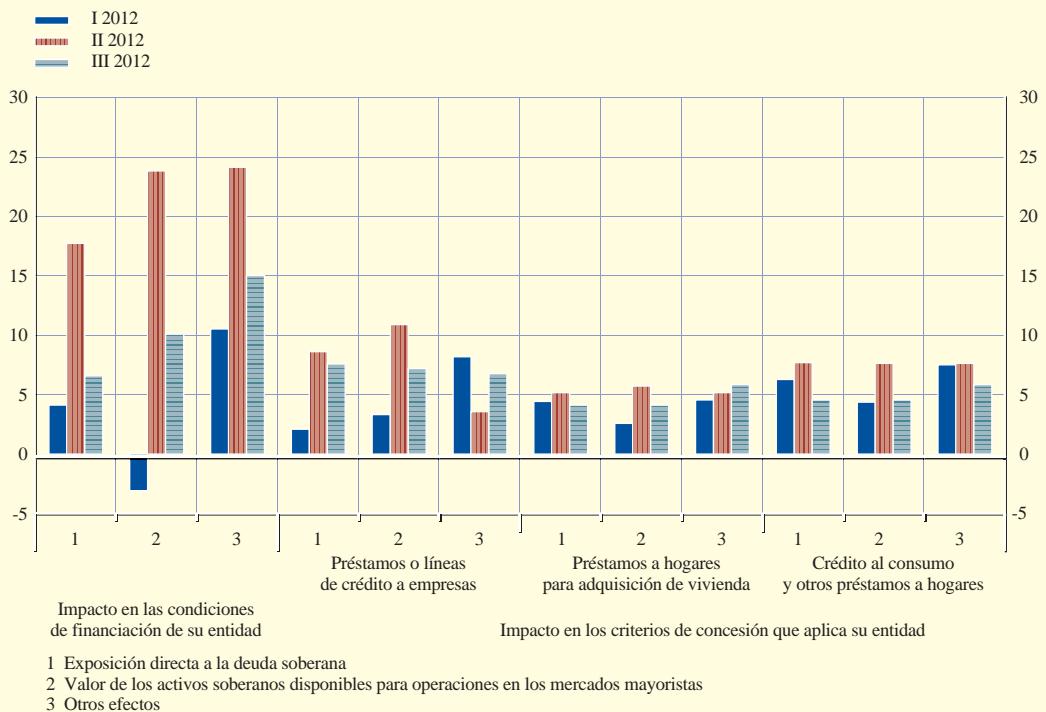
sintética). De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que las condiciones de acceso a la financiación minorista, a los mercados monetarios y a la emisión de valores de renta fija sigan mejorando, en términos netos, mientras que en el segmento de titulización esperan un deterioro neto adicional del acceso a los mercados en el cuarto trimestre de 2012.

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 de nuevos créditos

En la encuesta de octubre de 2012 se incluyó también 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 de nuevos créditos. En promedio, solo el 11 % de las entidades de crédito de la zona del euro en términos netos —en comparación con el 22 % del segundo 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 (el 7 %, en comparación con el 18 % del segundo trimestre), la reducción del valor de las garantías materializadas en deuda pública (el 10 %, en comparación con el 24 % de la encuesta anterior) u otros efectos (el 15 %, en comparación con el 24 %). Estos resultados sugieren que el impacto negativo de la crisis de la deuda soberana sobre las condiciones de financiación de las entidades disminuyó sustancialmente en el tercer trimestre de 2012. En comparación con el trimestre precedente, el efecto de la crisis en los criterios de 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».

aplicados por las entidades de la zona del euro a los nuevos créditos también se redujo ligeramente (hasta el 6%, en promedio, en el caso tanto de los préstamos a sociedades no financieras como a hogares; véase gráfico H). Esta evolución es acorde, en líneas generales, con el menor impacto de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos de las entidades sobre los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y a hogares.

2.2 EMISIÓNES DE VALORES

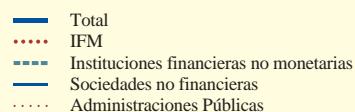
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro disminuyó en agosto de 2012, como consecuencia de la reducción de las emisiones de estos valores por parte de la mayoría de los sectores, salvo el de las sociedades no financieras. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por este último sector mantuvo la tendencia al alza registrada el año anterior, posiblemente debido a que sustituyeron, en cierta medida, a la financiación mediante préstamos bancarios. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas descendió ligeramente en agosto y se mantuvo en un nivel moderado, sobre todo como consecuencia de la actual contracción de la emisión de acciones por parte de las IFM.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

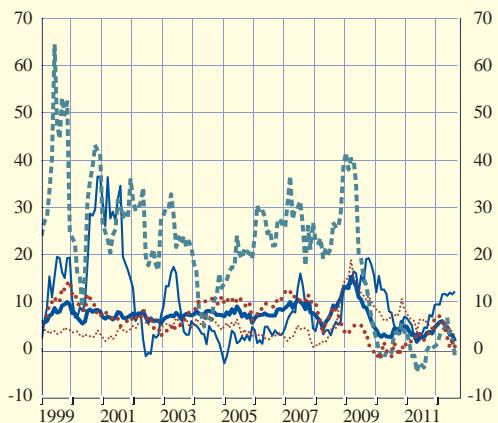
En agosto de 2012 la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo 0,3 puntos porcentuales con respecto al mes anterior, situándose en el 3,7% (véase cuadro 4). Esta moderación fue consecuencia de los descensos tanto de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo (en 0,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 3,9%) como de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a corto plazo (en 3,1 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,6%), que registró mayor volatilidad. La tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de valores distintos de acciones, que muestra mejor las tendencias a corto plazo, disminuyó hasta el 1,7%, desde el 3% de julio, siendo así reflejo de la desaceleración de la actividad emisora en los últimos meses. Utilizando la misma medida, las emisiones de valores distintos de acciones descendieron en todos los sectores, con la excepción del sector de las sociedades no financieras, en el que se incrementaron hasta el 12,2% (véase gráfico 9). De hecho, las emisiones a corto plazo fueron negativas en el caso de las instituciones financieras no monetarias (-1,3%), mientras que experimentaron una moderación en el sector de las IFM y se situaron en el 0,6% en agosto. Además, la tasa de crecimiento semestral anualizada desestacionalizada de las emisiones de las Administraciones Públicas registró una nueva contracción y se situó en el 2,7% en agosto, frente al 3,5% del mes anterior.

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)



 Total
 IFM
 Instituciones financieras no monetarias
 Sociedades no financieras
 Administraciones Públicas



Fuente: BCE.

Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Agosto 2012	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2011 III	2011 IV	2012 I	2012 II	2012 Jul	2012 Ago
Valores distintos de acciones	16.799	3,5	3,1	4,1	4,2	4,0	3,7
IFM	5.640	2,0	3,3	4,6	3,8	4,2	3,7
Instituciones financieras no monetarias	3.232	-0,5	-1,2	-0,5	2,5	1,4	0,7
Sociedades no financieras	951	4,9	5,0	6,7	9,3	10,6	10,8
Administraciones Públicas	6.976	6,6	4,9	5,8	4,7	4,4	4,1
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.274	5,9	4,2	4,8	3,8	3,4	3,3
Otras Administraciones Públicas	702	14,6	13,2	16,8	14,3	14,8	12,5
Acciones cotizadas	4.185	1,9	1,6	1,6	1,4	1,0	0,9
IFM	350	12,4	10,0	10,8	10,0	5,8	4,6
Instituciones financieras no monetarias	305	5,0	5,2	3,6	3,1	2,8	3,2
Sociedades no financieras	3.531	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Fuente: BCE.

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

En los últimos meses la actividad de refinanciación ha seguido concentrada en las emisiones a largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo fijo registró un aumento adicional y se situó en el 5,2% en agosto, frente al 4,9% de julio. Al mismo tiempo, la tasa de variación interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable pasó a ser ligeramente negativa (-0,1%, frente al 0,6% de julio), manteniéndose por tanto en un nivel reducido.

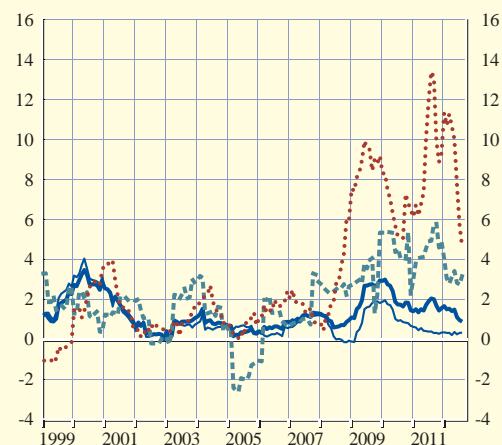
Por sectores, en términos de tasas de crecimiento interanual, las emisiones de deuda disminuyeron generalizadamente en los sectores de las IFM, de las instituciones financieras no monetarias y de las Administraciones Públicas. En todos ellos, la actividad emisora se situó por debajo de la media histórica registrada durante el período transcurrido desde el año 2000, en particular en el caso de las instituciones financieras no monetarias. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras repuntó ligeramente hasta situarse en el 10,8%, frente al 10,6% del mes precedente, un nivel algo superior a la media histórica del citado período, manteniendo así la tendencia al alza observada durante el pasado año. En concreto, al igual que ocurrió en julio, en agosto la mayor tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras compensó con creces el descenso del ritmo de avance interanual de las emisiones a corto plazo.

El crecimiento interanual de las emisiones de deuda pública volvió a descender en agosto, prolongando la tendencia registrada desde principios de

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

(tasas de crecimiento interanual)

— Total
.... IFM
- - - Instituciones financieras no monetarias
— Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

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

este año. El crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por el sector de Administraciones Públicas disminuyó hasta el 4,1 %, frente al 4,4 % del mes anterior.

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM se redujo hasta el 3,7 %, desde el 4,2 % de julio, debido principalmente a la caída de las emisiones de valores distintos de acciones a corto plazo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por dicho sector se mantuvo prácticamente estable en agosto. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó desde el 1,4 % en julio hasta el 0,7 % en agosto.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de la emisión total de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona del euro disminuyó ligeramente hasta situarse en el 0,9 % en agosto, debido a la continua moderación de las emisiones de acciones por parte de las IFM (véase gráfico 10). De hecho, la tasa de crecimiento interanual de las acciones emitidas por las IFM cayó nuevamente, pasando del 5,8 % en julio al 4,6 % en agosto, el nivel más bajo desde octubre de 2008. El crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se mantuvo sin variación en el 0,3 % en agosto, mientras que aumentó en el caso de las instituciones financieras no monetarias, situándose en el 3,2 %, frente al 2,8 % de julio.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario descendieron entre principios de octubre y comienzos de noviembre de 2012. Por consiguiente, en el décimo período de mantenimiento de 2012, que comenzó el 10 de octubre, el eonia se mantuvo próximo a su mínimo histórico, reflejando la persistencia del abundante exceso de liquidez.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías, medidos por el euríbor, descendieron entre principios de octubre y comienzos de noviembre de 2012. El 7 de noviembre, los tipos euríbor a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,11 %, el 0,20 %, el 0,38 % y el 0,60 %, respectivamente, es decir 0,2, 5 y 8 puntos básicos, respectivamente, por debajo de los niveles observados el 4 de octubre. 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 49 puntos básicos el 7 de noviembre, frente a los 56 puntos básicos del 4 de octubre (véase gráfico 11).

El tipo *swap* del eonia a tres meses se situó en el 0,07 % el 7 de noviembre, 2 puntos básicos por debajo del nivel observado el 4 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el euríbor a tres

Gráfico II Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

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



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

meses y el tipo *swap* del eonia al mismo plazo retrocedió 1 punto básico y se situó en 13 puntos básicos, cayendo así a bajos niveles que no se habían observado desde el cuarto trimestre de 2011.

El 7 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2012 y en marzo, junio y septiembre de 2013 disminuyeron 2, 5, 6 y 7 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles observados el 4 de octubre, y se situaron en el 0,17%, el 0,16%, el 0,17% y el 0,19%, respectivamente.

Entre el 4 de octubre y el final del noveno período de mantenimiento del año (el 9 de octubre), el eonia permaneció estable en torno al 0,09%, en un contexto de persistente exceso de liquidez. En el período de mantenimiento que comenzó el 10 de octubre, el eonia se mantuvo en el mismo nivel. Desde entonces, su volatilidad siguió siendo muy baja y, el 7 de noviembre, el eonia se situó igualmente en el 0,09%.

Entre el 4 de octubre y el 7 de noviembre, el Eurosistema realizó varias operaciones de financiación. En las operaciones principales de financiación del décimo período de mantenimiento, que se llevaron a cabo los días 9, 16, 23 y 30 de octubre y 6 de noviembre, el Eurosistema adjudicó 89,8 mm de euros, 91,8 mm de euros, 77,3 mm de euros, 83,7 mm de euros y 79,5 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también efectuó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) en octubre, ambas mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: una operación de financiación a plazo especial el 9 de octubre con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 12,6 mm de euros) y una OFPML a tres meses el 31 de octubre (en la que se adjudicaron 6,2 mm de euros).

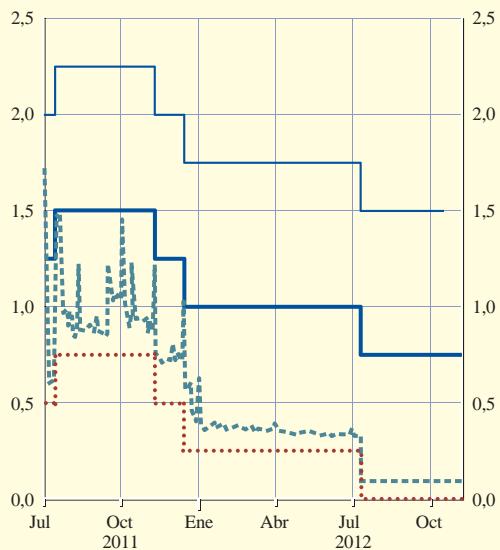
Además, el Eurosistema llevó a cabo cinco operaciones de absorción de liquidez a una semana los días 9, 16, 23 y 30 de octubre y 6 de noviembre, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 0,75%. Con estas operaciones, el Eurosistema absorbió totalmente la liquidez asociada a las adquisiciones realizadas en el marco del programa para los mercados de valores.

Tras permanecer estancado en niveles históricos durante el segundo trimestre de 2012, el exceso de liquidez se redujo moderadamente. Aunque el décimo período de mantenimiento del año, que comenzó el 10 de octubre, siguió caracterizándose por niveles significativos de exceso de liquidez, el recurso medio diario a la facilidad de depósito disminuyó hasta situarse en 257,5 mm de euros, frente a los 305,4 mm de euros del período de mantenimiento anterior. Esta evolución es consecuencia tanto del descenso del exceso total de liquidez, como del desplazamiento de una parte de dicho exceso de la facilidad de depósito a las cuentas corrientes de las entidades de crédito. A su vez, este desplazamiento se produjo tras la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito al 0,0%, que hizo que a las entidades de contrapartida

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

(porcentajes; datos diarios)

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



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

les resultara bastante indiferente utilizar la facilidad de depósito o la cuenta corriente. Al mismo tiempo, el saldo medio mantenido en la cuenta corriente se contrajo hasta situarse en 528,6 mm de euros (frente a 538,1 mm de euros en el período de mantenimiento previo).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de septiembre y principios de noviembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendió unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,8% el 7 de noviembre. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo prácticamente no se modificó en ese período, y el 7 de noviembre se situó alrededor del 1,7%. Pese a que en la segunda mitad del período de referencia se registraron algunos aumentos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo emitida por los países de la zona del euro sometidos a tensiones financieras volvió a disminuir durante el período analizado, de modo que los diferenciales frente a los bonos alemanes se estrecharon. La incertidumbre existente en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita de estos mercados, siguió reduciéndose, si bien a un ritmo más lento que en agosto y septiembre. Aunque los indicadores basados en los mercados han mostrado cierta volatilidad, sugieren que las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

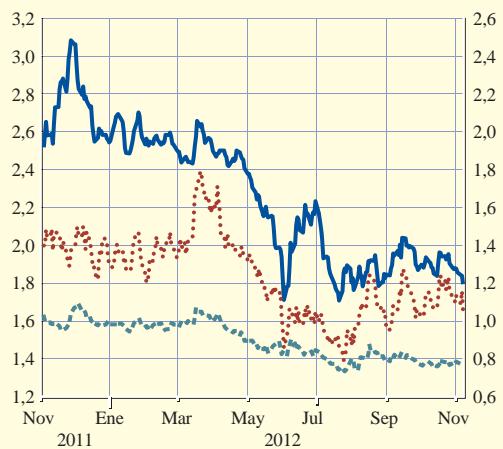
Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2012, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro descendió unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,8% el 7 de noviembre. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo prácticamente no se modificó en ese período, y el 7 de noviembre se situó alrededor del 1,7% (véase gráfico 13).

En la primera mitad de octubre, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de emisores con calificación AAA registraron fluctuaciones en ambas áreas económicas, como consecuencia de la publicación de información contradictoria sobre los mercados. Por ejemplo, al principio del período de referencia, el índice PMI compuesto global indicó una ligera mejora de las perspectivas de crecimiento, mientras que el FMI revisó a la baja sus previsiones de crecimiento mundial para 2012 y 2013. Es interesante señalar que la rebaja de dos niveles, hasta BBB-, de la calificación crediticia de España por parte de Standard & Poor's el 10 de octubre no tuvo un efecto negativo significativo en la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro en general, ni en el rendimiento de los bonos españoles en particular. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo de emisores con calificación AAA de la zona del euro

Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(porcentajes; datos diarios)

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



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

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

y de Estados Unidos se incrementaron unos 10 puntos básicos a mediados de octubre, tras la publicación de datos mejores de lo esperado en Estados Unidos. Esta mejora se revirtió en la segunda mitad del período analizado cuando se dieron a conocer noticias más desfavorables como la rebaja de la calificación crediticia de cinco Comunidades Autónomas españolas por parte de Moody's y las decisiones de carácter negativo sobre la calificación de algunas entidades de crédito de Francia y Bélgica, así como la publicación de datos decepcionantes sobre beneficios trimestrales en Estados Unidos.

En conjunto, el diferencial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro descendió ligeramente y el 7 de noviembre se situó en torno a 15 puntos básicos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo se mantuvo próximo al 0,8% durante el período de referencia, levemente por encima de los niveles más bajos registrados desde 2003.

La incertidumbre de los inversores acerca de la evolución a corto plazo de los mercados de renta fija de la zona del euro, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones, disminuyó de nuevo en octubre y a principios de noviembre, concretamente unos 30 puntos básicos, y el 7 de noviembre se situó próxima al 6,3% (véase gráfico 14). Pese a este descenso, la volatilidad de estos mercados de la zona del euro sigue siendo elevada en términos históricos y se encuentra en niveles próximos a los vigentes justo antes de la quiebra de Lehman Brothers. Por el contrario, en Estados Unidos, la volatilidad implícita aumentó alrededor de 120 puntos básicos hasta situarse en torno al 5,6% a principios de noviembre, todavía considerablemente por debajo de los niveles registrados justo antes de la quiebra de Lehman Brothers.

En cuanto a la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, el rendimiento de la deuda de emisores soberanos sometidos a tensiones financieras continuó disminuyendo en la primera mitad del período de referencia. Esta caída siguió reflejando, en cierta medida, el anuncio por parte del BCE de las modalidades de ejecución de las operaciones monetarias de compraventa realizado el 6 de septiembre. La rebaja de la calificación crediticia de cinco Comunidades Autónomas españolas por parte de Moody's el 22 de octubre solo contrarrestó parcialmente los descensos registrados. Los retrocesos más acusados correspondieron a los tres países acogidos a programas de asistencia financiera. Entre finales de septiembre y principios de noviembre, el diferencial de rendimiento entre la deuda pública a largo plazo griega y la alemana se redujo más de 200 puntos básicos, mientras que los diferenciales de la deuda pública portuguesa e irlandesa disminuyeron unos 50 y 40 puntos básicos, respectivamente. Además, los diferenciales de la deuda española e italiana a largo plazo frente a los bonos alemanes retrocedieron alrededor de 20 puntos básicos.

Los rendimientos de la deuda pública a diez y cinco años indicada a la inflación de la zona del euro

Gráfico 14 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública

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

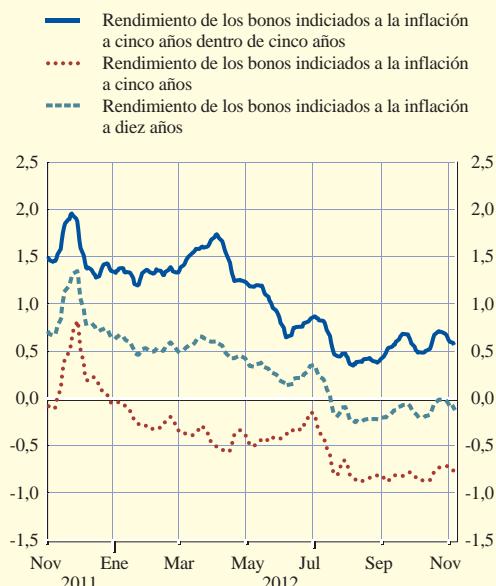


Fuente: Bloomberg.

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

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

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



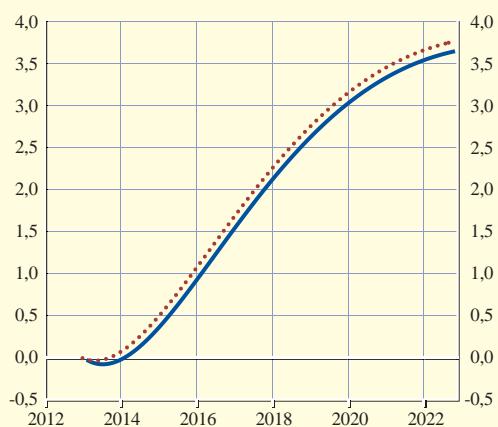
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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

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

(porcentajes; datos diarios)

— 7 de noviembre de 2012
····· 28 de septiembre de 2012



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 curves», 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.

aumentaron unos 15 puntos básicos en octubre, antes de retroceder y situarse en los niveles observados a finales de septiembre, concretamente en torno al $-0,1\%$ y el $-0,8\%$, respectivamente (véase gráfico 15). Por lo tanto, los niveles de los tipos de interés reales a largo plazo de la zona del euro siguen siendo negativos y continúan reflejando la percepción bastante pesimista de los inversores acerca de las perspectivas de crecimiento a medio plazo. La curva de tipos *forward* a un día de la zona del euro prácticamente no se modificó en todos los plazos de vencimiento (véase gráfico 16).

Por lo que respecta a los indicadores de los mercados financieros relativos a las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro, las tasas de inflación implícitas a cinco años dentro de cinco años derivadas de los *swaps* de inflación y de los bonos indicados a la inflación descendieron ligeramente durante el período de referencia (véase gráfico 17). En concreto, la tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años obtenida de los bonos indicados a la inflación experimentó una acusada caída en octubre, aunque se recuperó levemente a principios de noviembre. En conjunto, esta tasa disminuyó unos 10 puntos básicos durante el período de referencia y el 7 de noviembre se situó en torno al $2,5\%$. El tipo *swap* de inflación con el mismo horizonte temporal también se redujo alrededor de 10 puntos básicos y el 7 de noviembre se situó aproximadamente en el $2,3\%$. Es muy probable que la reducción de la tasa de inflación implícita derivada de los bonos indicados a la inflación refleje una reversión parcial de las circunstancias específicas de mercado imperantes en agosto y

septiembre¹, más que un cambio real en las expectativas de inflación a largo plazo. En general, los indicadores basados en los mercados sugieren que las expectativas de inflación siguen estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios².

Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2012, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las instituciones financieras de la zona del euro (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) experimentaron una caída en todas las categorías de calificación. Los diferenciales de los emisores con calificación BBB, AA y A descendieron unos 80, 20 y 15 puntos básicos, respectivamente, mientras que los de los bonos de emisores con calificación AAA disminuyeron marginalmente. En ese mismo período, los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión emitidos por las sociedades no financieras también se redujeron. Mientras que el retroceso registrado por los bonos de emisores con calificación AA y A fue de unos 10 puntos básicos, el observado en los diferenciales de los emisores con calificación BBB fue más acusado, concretamente de alrededor de 30 puntos básicos. 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 de los sectores financiero y no financiero.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En septiembre de 2012, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras volvieron a descender ligeramente, reflejando así la transmisión de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE aplicados desde noviembre de 2011. Los diferenciales entre los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros concedidos al citado sector siguieron siendo elevados tanto para los vencimientos a corto plazo como a largo plazo. Los tipos de interés a corto plazo y a largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no se modificaron en septiembre. El diferencial entre los tipos de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA se mantuvo estable en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y disminuyó ligeramente en el de los préstamos a las sociedades no financieras.

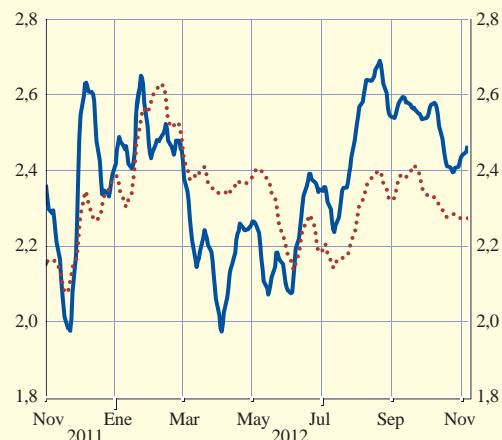
1 Para más detalles, véase *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2012.

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

Gráfico 17 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos swap de inflación

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

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



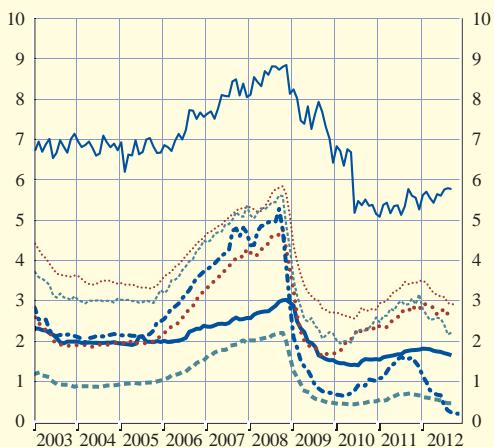
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

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 indicada a la inflación de Francia y Alemania.

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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



Fuente: BCE.

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

En septiembre de 2012, la mayor parte de los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo de los hogares descendieron de nuevo. Este fue el caso de los tipos de los depósitos a la vista y de los depósitos disponibles con preaviso, mientras que los de los depósitos a plazo hasta un año experimentaron un ligero aumento en comparación con agosto. Los tipos de interés a corto plazo de los depósitos de las sociedades no financieras no se modificaron para los depósitos a la vista y se incrementaron levemente para los depósitos a plazo hasta un año. En cuanto a los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos, los tipos a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y del crédito al consumo prácticamente no registraron variaciones en septiembre, situándose en el 2,9% y el 5,8%, respectivamente. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo de los créditos de más de un millón de euros aumentaron ligeramente, 5 puntos básicos, hasta situarse en el 2,2% en septiembre (véase gráfico 18), mientras que los correspondientes a los créditos de hasta un millón de euros se redujeron moderadamente, 7 puntos básicos, hasta el 3,9%. Pese a este descenso, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo de los créditos de hasta un millón de euros a las sociedades no financieras y los correspondientes a los créditos de más de un millón de euros todavía se mantuvo en un nivel elevado en septiembre (170 puntos básicos, en comparación con una media histórica

de 100 puntos básicos desde 2003). Esto puede indicar que las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas siguieron siendo peores que las de las grandes empresas. En promedio, los tipos de interés de los descubiertos de los hogares se incrementaron ligeramente, 5 puntos básicos, hasta el 8,6%, mientras que los aplicados a los descubiertos de las sociedades no financieras permanecieron básicamente sin variación, en el 4%. En conjunto, dado que el euríbor volvió a disminuir ligeramente en septiembre de 2012, concretamente 6 puntos básicos, los diferenciales entre el tipo de interés a tres meses del mercado monetario y los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares y a las sociedades no financieras se ampliaron (véase gráfico 19).

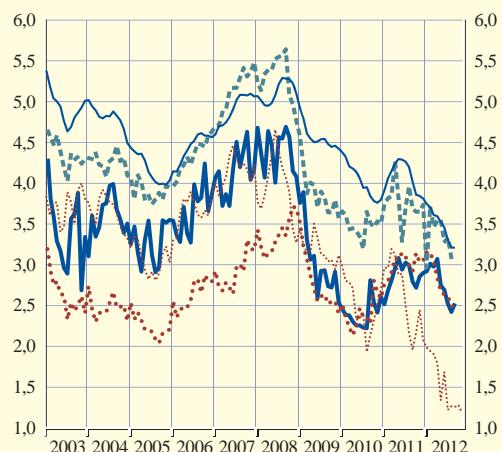
Desde una perspectiva de más largo plazo, desde principios de 2012, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y a los préstamos a las sociedades no financieras han descendido alrededor de 50 a 60 puntos básicos. En gran medida, esta evolución refleja la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés del crédito bancario, como consecuencia de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE aplicados desde noviembre de 2011 (75 puntos básicos en total). Además, la reducción de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo también puede deberse a la mejora de la disponibilidad de fondos y de la situación patrimonial de las entidades de crédito, como indican, por ejemplo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (véase recuadro 1).

Por lo que respecta a los vencimientos a largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de los hogares volvieron a descender ligeramente en septiembre, 8 puntos básicos, hasta el 2,4%, mientras que los de los depósitos de las sociedades no financieras se incrementaron 10 puntos básicos, hasta el 2,5%. La mayor parte de los tipos de los préstamos a largo plazo otorgados a hogares para adquisición de vivienda prácticamente no variaron en septiembre. Concretamente, los tipos de interés de estos préstamos a más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial permanecieron en el nivel más bajo registrado desde 2003, concretamente en el 3,2%. Los tipos de interés a largo plazo (más de cinco años de fijación del tipo inicial) de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se redujeron ligeramente, 8 puntos básicos, hasta el 3% (véase gráfico 20), mientras que los tipos a largo plazo de los créditos de hasta un millón de euros a este sector básicamente se mantuvieron básicamente sin cambios en el 3,6%. El diferencial entre los tipos a largo plazo de los créditos de hasta un millón de euros y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros (60 puntos básicos) continuó por encima de la media histórica registrada en el período transcurrido desde 2003 (30 puntos básicos a nivel de la zona del euro). En comparación con el rendimiento

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

(porcentajes; tipos de interés de las nuevas operaciones)

- 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).

de la deuda pública a siete años con calificación AAA, que permaneció estable en septiembre, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos para adquisición de vivienda no se modificó y el de los tipos a largo plazo de los créditos de más de un millón de euros concedidos a las sociedades no financieras se estrechó ligeramente, en ambos casos con respecto al mes precedente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, entre principios de año y septiembre de 2012, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA aumentaron, en general. Esto se debió a que, en un contexto de desplazamientos de fondos hacia activos más seguros, los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA experimentaron un retroceso mayor que el observado en los tipos a largo plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y en los de los préstamos a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, la reducción de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos refleja la transmisión de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, así como la mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito asociada a las medidas no convencionales adoptadas por el BCE como las dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años llevadas a cabo en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

En el recuadro 2 se analiza la dispersión de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras en los distintos países de la zona del euro, que aumentó sustancialmente en las fases iniciales de la crisis financiera a finales de 2008 y principios de 2009. Aunque la dispersión se redujo ligeramente en el período comprendido entre finales de 2009 y mediados de 2011, posteriormente tendió a aumentar de nuevo en el caso de los préstamos a corto plazo. En cambio, la dispersión de los tipos de los préstamos a largo plazo ha registrado una leve disminución recientemente.

Recuadro 2

HETEROGENEIDAD EN LOS TIPOS DE INTERÉS APLICADOS POR LAS IFM A LOS PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LOS DISTINTOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

Los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras han evolucionado con una elevada heterogeneidad entre países desde el comienzo de la crisis financiera, heterogeneidad que se acrecentó tras la intensificación de la preocupación en torno a la deuda soberana de la zona del euro en 2010. En este recuadro se utilizan estadísticas detalladas sobre los tipos de interés de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras, con el fin de analizar su evolución en las cuatro economías principales de la zona del euro y en los países acogidos a un programa de la UE y el FMI. En primer lugar se examina la trayectoria de dichos tipos según los distintos plazos de los préstamos y, a continuación, según las cuantías de los créditos. El recuadro concluye con un análisis de las posibles razones que explican la disparidad observada.

Cálculo de un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

Los costes de financiación de las sociedades no financieras varían según los países en los que estén ubicadas, reflejando las diferencias existentes en sus economías y en la estructura de sus sectores financieros. Para evaluar con precisión la evolución de los costes de financiación en la zona del euro, al calcular un indicador del coste marginal de los préstamos a las sociedades no financieras debe tenerse

en cuenta toda la estructura financiera de las empresas. Por ejemplo, las estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a corto plazo concedidos a las sociedades no financieras, que reflejan los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un año de fijación del tipo inicial, solo ofrecen una visión parcial de los costes de financiación de las empresas en algunos países, ya que no incluyen los descubiertos, que son una fuente de financiación significativa para las empresas en algunas economías de la zona del euro (como Italia y Portugal). De hecho, dado que los tipos de interés de los descubiertos son más elevados que otros tipos aplicados a los créditos bancarios a corto plazo, los costes de financiación estimados tienden a ser inferiores si se excluyen dichos datos, en especial en países en los que los descubiertos constituyen una importante fuente de financiación externa para las empresas¹.

El gráfico A presenta un indicador del coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras de la zona del euro, que incluye los datos sobre descubiertos. Este indicador es una media ponderada de los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios hasta un año de fijación del tipo inicial y los tipos de interés de los descubiertos, aplicando la ponderación a los saldos vivos. El gráfico muestra que el coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras ha sido más bajo, por lo general, en Alemania, España, Francia e Italia que en Grecia y Portugal.

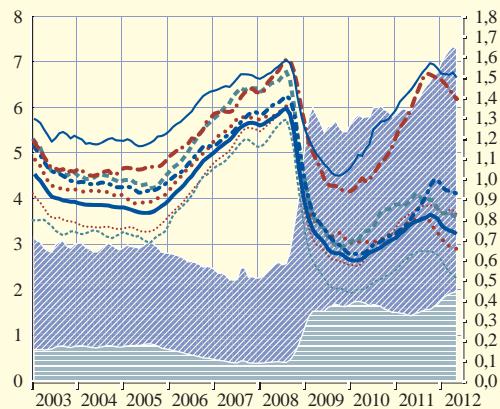
El coste de financiación a largo plazo de las sociedades no financieras, agregado a escala de la zona del euro en función de las medias móviles a largo plazo del volumen de nuevas operaciones, ha sido más volátil y, por lo general, ha seguido un patrón estructural menos definido (véase gráfico B).

Los costes de financiación a corto y a largo plazo de las sociedades no financieras han mostrado una dinámica diferente entre países en respuesta a la crisis financiera y a la intensificación de la preocupación acerca de la deuda soberana en la zona del euro. En las fases iniciales de la crisis financiera, a finales de 2008 y durante 2009, los tipos de interés de los préstamos a corto plazo tendieron a contraerse en menor medida en Grecia y Portugal que en los demás países de la zona. Posteriormente, tras el recrudecimiento de las tensiones en torno a la deuda soberana en 2010, los tipos de interés comenzaron a elevarse antes y más rápido en esos dos países que en el resto de la zona del euro. Desde mediados de 2011, el coste de financiación a corto plazo también aumentó en Italia, donde permanece por encima del nivel registrado

Gráfico A Indicador del coste de financiación a corto plazo de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de marzo de 2003 a septiembre de 2012)

—	Zona del euro	—·—	Italia
···	Alemania	—·—	Portugal
---	Irlanda	—	Coeficiente de variación (escala derecha)
—	Grecia	···	Desviación típica (escala derecha)
···	España	···	Francia
····		····	



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés y de los balances de las IFM.

Notas: El indicador se calcula utilizando los tipos de interés aplicados a los préstamos hasta un año y los tipos de interés de los descubiertos, agregados a partir de los saldos vivos. La ponderación aplicada a los tipos de interés de los préstamos hasta un año tiene en cuenta la parte de los préstamos a largo plazo emitidos a tipo flexible. El coeficiente de variación y la desviación típica incluyen todos los países de la zona del euro que disponen de datos, en función de una composición variable de países.

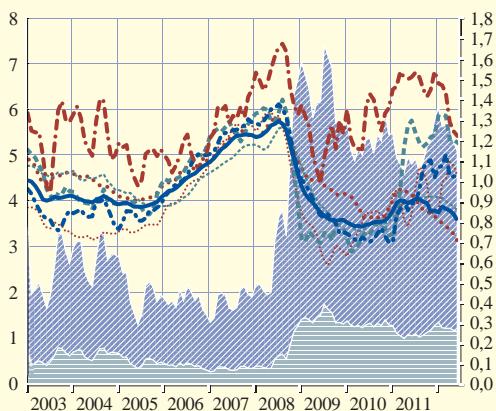
¹ Conviene señalar que las estadísticas sobre los tipos de interés de los préstamos no recogen todo el coste de financiación mediante créditos concedidos por las IFM, dado que no incluyen las comisiones ni otros costes distintos de los intereses en los que incurren las sociedades no financieras al contratar un préstamo.

Gráfico B Indicador del coste de financiación a largo plazo de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de marzo de 2003 a septiembre de 2012)

— Zona del euro
- - - Alemania
- - - Irlanda
- - - España
- - - Francia
- - - Italia

— Portugal
— Coeficiente de variación (escala derecha)
— Desviación típica (escala derecha)



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés de las IFM.

Notas: Tipos de interés a largo plazo de los préstamos a más de un año. La agregación se basa en el volumen de nuevas operaciones. El coeficiente de variación y la desviación típica incluyen todos los países de la zona del euro que disponen de datos, en función de una composición variable de países. No se dispone de datos para Grecia.

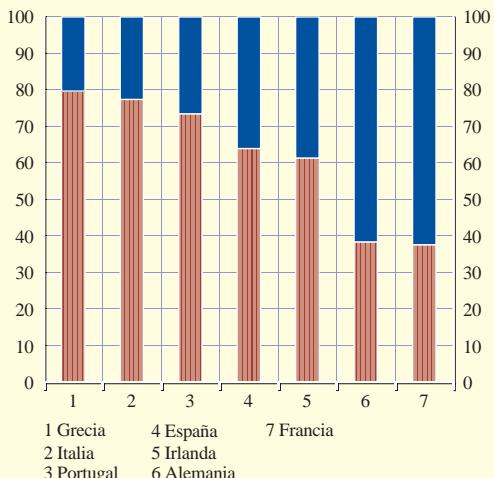
recientemente en las demás economías de la zona del euro. Por lo que respecta a los tipos de interés de los préstamos a largo plazo, el coste de financiación se incrementó en Italia y España a partir de mediados de 2011, mientras que se redujo en Alemania y en Francia.

La dispar evolución del coste de financiación a corto y a largo plazo de las sociedades no financieras queda reflejada en las medidas de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos entre países. En particular, la dispersión de los tipos de los préstamos a corto y a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras aumentó significativamente en las fases iniciales de la crisis, a finales de 2008 y comienzos de 2009. Aunque esta dispersión se estrechó ligeramente en el período comprendido entre finales de 2009 y mediados de 2011, después volvió a ampliarse, por lo general, en el caso de los préstamos a corto plazo. En cambio, la dispersión de los tipos de interés de los préstamos a largo plazo ha experimentado una leve contracción recientemente². La evolución de los tipos de interés de los préstamos a corto y a largo plazo concedidos a las sociedades no financieras genera distintas tensiones de financiación en los diferentes países, debido a las diferentes estructuras financieras de las empresas. El gráfico C muestra que las sociedades no financieras de Grecia, Irlanda, España, Italia y Portugal dependen en mayor medida de la financiación a corto plazo que sus homólogas alemanas y francesas.

Gráfico C Proporción de préstamos a corto y a largo plazo con respecto a los préstamos totales

(porcentaje; septiembre de 2012)

— Préstamos a largo plazo
— Préstamos a corto plazo



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés y de los balances de las IFM.

Notas: Se consideran préstamos a corto plazo aquellos con vencimiento hasta un año, más los descubiertos y la parte de los préstamos a largo plazo emitidos a tipo flexible. Los datos se han agregado a partir de los saldos vivos.

2 Para obtener un análisis de las diferencias en los tipos de interés hipotecarios en la zona del euro, véase C. Kok Sørensen y J-D. Lichtenberger, «Mortgage interest rate dispersion in the euro area», *Working Paper*, n.º 733, BCE, febrero de 2007.

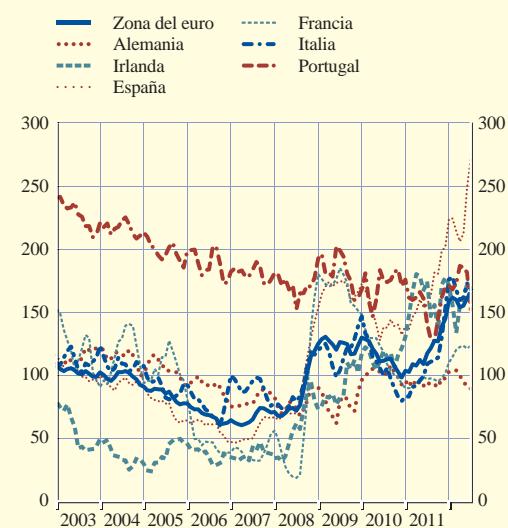
Heterogeneidad de los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las pequeñas y medianas empresas en la zona del euro

Partiendo de la hipótesis de que los préstamos concedidos a las pequeñas y medianas empresas (pymes) suelen ser de menor cuantía que los otorgados a las grandes empresas, la descomposición de los tipos de interés entre los aplicados a los créditos de hasta un millón de euros y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros permite realizar un análisis más detallado de los costes de financiación de las pymes³. En la base de datos de las estadísticas de los tipos de interés de las IFM se dispone de una larga serie de datos de los tipos aplicados por estas instituciones, distinguiendo entre los tipos correspondientes a los créditos hasta un millón de euros y aquellos aplicados a los créditos de más de este importe. El gráfico D muestra que el diferencial de tipos de interés entre estas dos categorías de créditos es positivo en todos los países considerados. Los tipos de interés de los préstamos a las pequeñas empresas son más elevados que los de los préstamos a las grandes empresas, entre otros motivos, porque las pymes soportan unos costes de transacción más altos, cuentan con un poder de negociación más débil y entrañan un mayor riesgo de negocio (al tener menos activos y una probabilidad de impago mayor). El gráfico también refleja que durante la crisis, a finales de 2008 y en 2009, las condiciones de la financiación bancaria se deterioraron significativamente para las pymes en el grueso de los países de la zona del euro, pero especialmente en Irlanda, España, Francia e Italia. La situación mejoró en todos los países en 2010, pero a partir de 2011 volvió a empeorar. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros ha vuelto a ampliarse recientemente, sobre todo en España, Italia y Portugal. En Francia, el incremento ha sido más moderado.

La referencia de un millón de euros utilizada para separar los préstamos por cuantía podría ser demasiado alta para el caso de las pymes. Por consiguiente, desde junio de 2010, el BCE ha recopilado datos más precisos sobre los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos de hasta un millón de euros. Concretamente, la categoría de créditos de hasta un millón de euros se ha desglosado en dos subcategorías: créditos de hasta 250.000 euros y créditos de más de 250.000 euros. Este desglose adicional permite medir con más exactitud los costes de financiación de las pymes⁴. En

Gráfico D Diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de marzo de 2003 a septiembre de 2012)



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés de las IFM.

Notas: Los tipos de interés de los préstamos se han agregado utilizando el volumen de nuevas operaciones. No se dispone de datos para Grecia.

3 La cuantía de los préstamos también puede estar relacionada, en cierta medida, con su finalidad (por ejemplo, financiación de existencias, capital circulante, inversión a largo plazo) y su duración.

4 Otras mejoras introducidas en la recopilación de las estadísticas de los tipos de interés de las IFM a partir de junio de 2010 son: i) desgloses adicionales por período de fijación del tipo; ii) información adicional sobre activos de garantía y avales; iii) datos sobre los tipos de interés de los descubiertos y créditos renovables recopilados mediante un método homogéneo y separadamente de los datos de saldos de tarjetas de crédito, y iv) información por separado de los tipos de interés aplicados a los préstamos a empresarios individuales del sector hogares. Véase el artículo titulado «El mantenimiento de la adecuación de uso de las estadísticas monetarias y financieras del BCE», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2011.

el gráfico E puede observarse que el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros es mayor que el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros que se muestra en el gráfico D para cada uno de los países considerados. Al igual que ocurre con el diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta un millón de euros y los de más de un millón de euros, el diferencial entre los créditos de hasta 250.000 euros y aquellos de más de un millón de euros que figura en el gráfico E ha aumentado desde 2011, especialmente en el caso de España, Italia e Irlanda. En Alemania y Francia, el diferencial también se ha incrementado desde comienzos de 2012, aunque en mucha menor medida. El diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los de más de un millón de euros sigue siendo elevado en términos históricos y, en septiembre de 2012, se situaba, en promedio, en torno a 240 puntos básicos en la zona del euro.

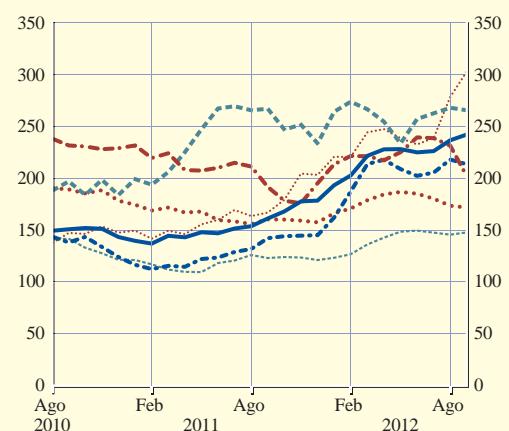
Factores que afectan a la evolución de los tipos de interés de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras

Aunque es difícil aislar los factores precisos que determinan las diferencias entre países en lo que respecta a los tipos de interés de los préstamos de las IFM, parece que entran en juego varios elementos. En primer lugar, la estructura del sistema financiero varía de unos países a otros. Los tipos de interés de los préstamos tienden a ser más bajos en las economías en las que existe una competencia más fuerte entre las entidades de crédito en las que hay fuentes alternativas de financiación en los mercados a través de sectores financieros más desarrollados, como ocurre en Alemania y Francia. En segundo lugar, la heterogeneidad observada en los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras podría reflejar también factores institucionales propios de cada país, como el marco fiscal y regulatorio, los procedimientos de ejecución y las diferencias en el grado de garantía de que disponen los préstamos. En tercer lugar, el ciclo económico y las consiguientes percepciones del riesgo de crédito también han variado de un país a otro, especialmente en los últimos años. En períodos de atonía de la actividad económica, el riesgo de crédito tiende a aumentar porque también es mayor la probabilidad de que una empresa quiebre. Así pues, es posible que la fragilidad de la situación económica en países como Grecia, España, Italia y Portugal haya influido, asimismo, en la evolución divergente que han registrado los tipos de interés de los préstamos recientemente. Finalmente, las diferencias en las condiciones de financiación de las entidades de crédito es otro de los factores clave que explican la heterogeneidad de los tipos de interés que aplican las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras en los países

Gráfico E Diferencial de tipos de interés entre los créditos de hasta 250.000 euros y los créditos de más de un millón de euros

(en porcentaje; medias móviles de tres meses; de agosto de 2010 a septiembre de 2012)

— Zona del euro
··· Alemania
- - - Irlanda
···· España
- - - Francia
- - - Italia
- - - Portugal



Fuentes: BCE y bases de datos de estadísticas de los tipos de interés de las IFM.

Notas: La agregación se basa en el volumen de nuevas operaciones. No se dispone de datos para Grecia.

de la zona del euro⁵. Las presiones sobre dichas condiciones se han atenuado en 2012 tras las reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE y la aplicación de nuevas medidas de política monetaria no convencionales (a saber, la ampliación del sistema de activos de garantía del Eurosistema y las dos operaciones de financiación a plazo más largo a tres años). Estas medidas han contribuido al descenso de los tipos de interés de los préstamos en toda la zona del euro, como muestran los indicadores del coste de financiación a corto y a largo plazo que se presentan en los gráficos A y B. Al mismo tiempo, las tensiones relacionadas con la deuda soberana también ayudan a explicar las diferencias en el coste de los préstamos a las sociedades no financieras entre unos países y otros, en la medida en que generan vulnerabilidades en la financiación bancaria y en los balances en varias jurisdicciones.

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

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

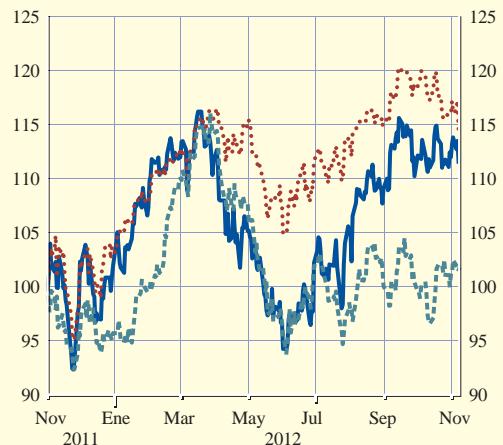
Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre de 2012, las cotizaciones bursátiles se incrementaron en torno al 1% en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos descendieron alrededor del 3%. Esta evolución se produjo en el contexto de la publicación de información contradictoria sobre los mercados a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, el mantenimiento de la calificación crediticia de la deuda soberana española por parte de Moody's respaldó el clima favorable de los mercados. No obstante, la rebaja de la calificación de cinco Comunidades Autónomas españolas, así como las decisiones de carácter negativo sobre la calificación de algunas entidades de crédito de Francia y Bélgica, en la segunda parte del período analizado, influyeron en cierta medida en las cotizaciones bursátiles. En Estados Unidos, los datos sobre beneficios trimestrales de la mayor parte de las sociedades no financieras fueron decepcionantes, aunque la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado posteriormente en el período de referencia hizo que los inversores recobraran algo de optimismo. El cierre de los mercados bursátiles de Estados Unidos durante dos días como consecuencia del huracán Sandy a finales de octubre no pareció afectar de manera significativa a los mercados. En ambas áreas económicas, las cotizaciones bursátiles del sector financiero superaron a las del sector no financiero. La incertidumbre imperante en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, continuó disminuyendo ligeramente en la zona del euro durante el período de referencia, mientras que en Estados Unidos repuntó levemente.

Entre finales de septiembre y el 7 de noviembre, las cotizaciones bursátiles registraron fluctuaciones tanto en la zona del euro como en Estados Unidos registraron fluctuaciones (véase gráfico 21). En conjunto, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, se incrementaron en torno al 1%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el

Gráfico 21 Índices bursátiles

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

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



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.

índice Standard & Poor's 500, retrocedieron aproximadamente el 3 %. En ese período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, aumentaron alrededor del 1 %.

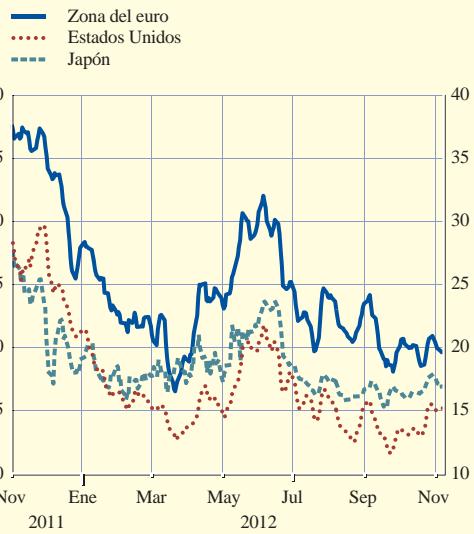
El aumento registrado en la zona del euro estuvo impulsado fundamentalmente por las cotizaciones del sector financiero, que se incrementaron en torno al 4 % durante el período de referencia. Los precios de las acciones del sector no financiero también experimentaron una subida, si bien a una tasa más baja, del 1 % aproximadamente. Además, los movimientos de los precios de las acciones fueron bastante uniformes en la zona del euro, observándose ligeros aumentos de las cotizaciones en la mayor parte de los principales países de la zona. En Estados Unidos, las cotizaciones del sector financiero prácticamente no se modificaron, mientras que las del sector no financiero descendieron más del 3 %, lo que hizo que el índice bursátil amplio se situara en terreno negativo.

Esta evolución se produjo en el contexto de publicación de información contradictoria sobre los mercados a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, varias decisiones sobre calificaciones crediticias influyeron en los movimientos de los mercados bursátiles. De manera análoga a la trayectoria observada en los mercados de renta fija, la rebaja de dos niveles, hasta BBB-, de la calificación crediticia de España por parte de Standard & Poor's el 10 de octubre no causó un impacto sustancial en las cotizaciones bursátiles, mientras que el mantenimiento de la calificación de la deuda soberana española por parte de Moody's unos días después mejoró considerablemente el clima de los mercados de la zona del euro. No obstante, la rebaja de la calificación de cinco Comunidades Autónomas españolas por parte de esta última agencia, así como las decisiones de carácter negativo sobre la calificación de algunas entidades de crédito de Francia y Bélgica, influyeron en las cotizaciones bursátiles de la zona posteriormente en el período de referencia. En Estados Unidos, los datos sobre beneficios trimestrales de la mayor parte de las sociedades no financieras fueron decepcionantes, mientras que los relativos a algunas instituciones financieras sorprendieron favorablemente. Además, la publicación de datos mejores de lo esperado sobre los mercados de trabajo y de la vivienda en Estados Unidos hizo que los inversores recobraran el optimismo a principios de noviembre, lo que tuvo efectos positivos en el mercado de renta variable de la zona del euro. El cierre de los mercados bursátiles en Estados Unidos durante dos días como consecuencia del huracán Sandy a finales del período de referencia no pareció afectar de manera significativa a los mercados, aunque su impacto global todavía debe valorarse detalladamente.

La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, varió muy poco y se movió en direcciones opuestas en las dos principales áreas económicas. En conjunto, en tasa anualizada, la volatilidad implícita retrocedió 1 punto porcentual, hasta el 20 %, en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos aumentó alrededor de 2 puntos porcentuales y se situó en el 16 % (véase gráfico 22). Aunque esta volatilidad sigue siendo más baja en Estados Unidos que en la zona del euro, en ambos casos, los niveles actuales son bajos en términos históricos.

Gráfico 22 Volatilidad implícita en los mercados de renta variable

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



Fuente: Bloomberg.

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

Recuadro 3

ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO: ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2012

En este recuadro se presentan los principales resultados de la séptima ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro»¹. En la encuesta, que se realizó entre el 3 de septiembre y el 11 de octubre de 2012, participaron 7.514 empresas, de las que 6.959 (es decir, el 93 %) tenían menos de 250 empleados y, por tanto, se clasifican como pymes. El recuadro facilita información sobre los cambios registrados en la situación financiera, las necesidades de financiación y el acceso a la financiación de las pymes de la zona del euro, en comparación con las grandes empresas, en los seis meses anteriores (esto es, de abril a septiembre de 2012)².

Deterioro de la situación financiera general de las pymes

En el período comprendido entre abril y septiembre de 2012, que se caracterizó por un debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro en comparación con los seis meses anteriores, la situación financiera de las pymes de la zona se deterioró. El principal motivo de preocupación mencionado por la mayor parte de las pymes continuó siendo «encontrar clientes» (el 27 %, sin variación con respecto a la ronda anterior de la encuesta). La importancia del «acceso a la financiación» prácticamente no se modificó como motivo de preocupación (el 18 % citó este factor, en comparación con el 17 % de la ronda previa) y permaneció por debajo del máximo del 19 % alcanzado en el segundo semestre de 2009, mientras que las grandes empresas consideraron este factor menos problemático.

Durante el período al que se refería la encuesta, un porcentaje neto³ del 10 % de las pymes de la zona del euro indicó una reducción de la cifra de negocios (-2 %), lo que representa un nuevo deterioro en comparación con los seis meses anteriores (véase gráfico A). Además, en conjunto, el porcentaje neto de pymes de la zona que indicaron un descenso de los beneficios fue más elevado (el -34 %) que en la ronda anterior de la encuesta (el -27 %). Sin embargo, el porcentaje de pymes que señalaron un incremento de los costes laborales y de otros costes se mantuvo prácticamente sin variación (el 45 % y el 69 %, respectivamente). Un porcentaje neto mayor de grandes empresas también indicó un descenso de los beneficios (el -10 %, frente al -4 % en la encuesta anterior), aunque en una medida mucho menor que en el caso de las pymes. Por otra parte, en general, las grandes empresas continuaron señalando un aumento de la cifra de negocios, aunque el porcentaje fue menor que en los seis meses precedentes (el 22 %, frente al 32 %).

El proceso de desapalancamiento de las pymes de la zona del euro continuó, aunque es posible que su ritmo se haya reducido, ya que las pymes indicaron, en términos netos, una caída menos acusada de la ratio de deuda en relación con los activos (el -3 %, en comparación con el -5 % de la encuesta anterior). Este descenso refleja el ajuste continuo de los balances de las empresas en un entorno de mayor aversión al riesgo, pero también una disminución de la disponibilidad de financiación mediante deuda en el período que abarcaba la encuesta. En cambio, las grandes empresas señalaron, por

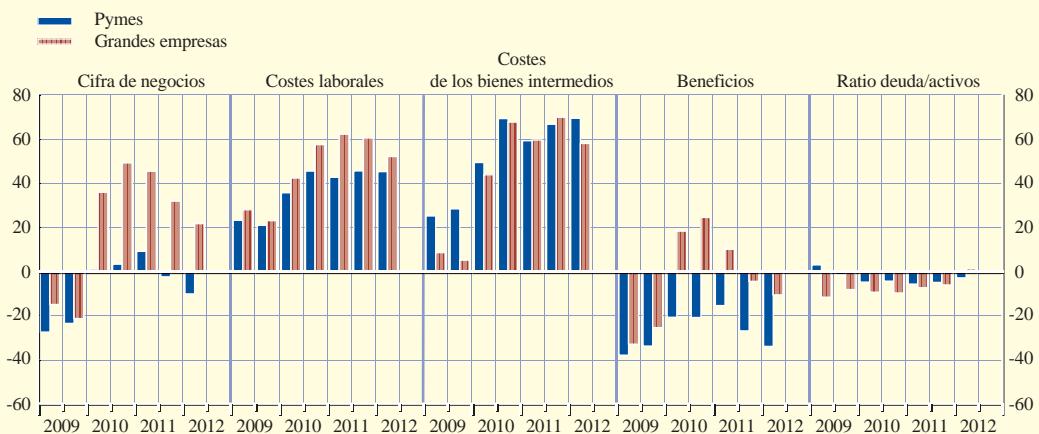
1 El 2 de noviembre de 2012 se publicó un informe exhaustivo, cuadros estadísticos detallados y desgloses adicionales en el apartado «Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs» de la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

2 La encuesta anterior se refería al período comprendido entre octubre de 2011 y marzo de 2012.

3 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado una mejora y el de aquellas que han señalado un deterioro.

Gráfico A Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado una mejora de un factor determinado y el de aquellas que han señalado un deterioro.

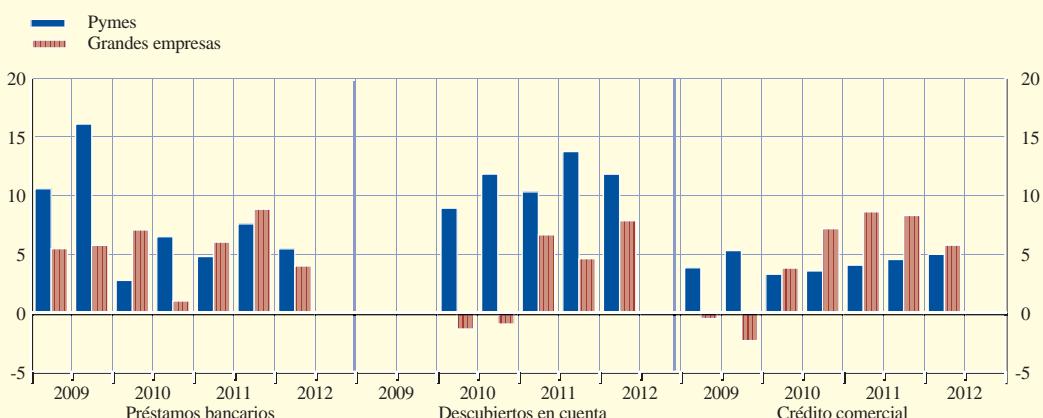
primera vez desde que comenzaron las encuestas, un aumento neto de su ratio de apalancamiento (el 1 %, en comparación con el -6 % de la ronda anterior de la encuesta).

Ligero descenso de las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro

En general, las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro en forma de préstamos bancarios y de descubiertos en cuenta disminuyeron ligeramente en comparación con los seis meses anteriores (el 5 % y el 12 %, respectivamente, frente al 8 % y al 14 %), mientras que la necesidad de crédito comercial se mantuvo prácticamente sin cambios en el 5 % (véase gráfico B).

Gráfico B Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado un aumento de las necesidades de financiación y el de aquellas que han señalado una reducción. No se dispone de los datos sobre descubiertos en cuenta (que también incluyen líneas y tarjetas de crédito) correspondientes a las dos primeras rondas de la encuesta.

Las pymes señalaron que su necesidad de financiación de la inversión en capital fijo o de existencias y capital circulante básicamente no había variado (el 10 % y el 11 %, respectivamente). La disponibilidad de fondos internos se mantuvo positiva, en general (el 5 %, en comparación con el 7 % de la ronda anterior de la encuesta), aunque descendió y, por tanto, su contribución a la financiación total de las pymes fue menor.

Las grandes empresas indicaron, en general, un descenso de la necesidad de préstamos bancarios y de crédito comercial (el 4 % y el 6 %, frente al 9 % y el 8 %, respectivamente). Pero, a diferencia de las pymes, señalaron un aumento de los descubiertos en cuenta (el 8 %, frente al 5 %).

Deterioro de la disponibilidad de financiación externa

Entre abril y septiembre de 2012, las pymes indicaron un mayor deterioro, en términos netos, de la disponibilidad de préstamos bancarios (el -22 %, frente al -20 % de la encuesta anterior; véase gráfico C). No obstante, el grado de deterioro percibido es muy inferior al máximo observado en 2009 (en torno al -30 %), en el período que siguió a la quiebra de Lehman Brothers. También aumentó el número de pymes que señalaron un deterioro adicional de la disponibilidad de otras dos fuentes de financiación externa: los descubiertos y el crédito comercial.

La evolución de las condiciones de la financiación mediante préstamos bancarios fue dispar. En conjunto, el porcentaje de pymes que señaló un aumento de los tipos de interés disminuyó (el 27 %, frente al 42 %). Al mismo tiempo, por lo que respecta a las condiciones no relacionadas con el precio, el grado de deterioro fue menor, en general, en el caso de otros costes de financiación y garantías solicitadas, pero las pymes indicaron, en conjunto, un descenso más acusado de la cuantía de los préstamos y de las líneas de crédito (el -8 %, en comparación con el -1 % de la ronda anterior de la encuesta).

En esta ronda de la encuesta, el deterioro de la disponibilidad de préstamos bancarios fue más pronunciado para las grandes empresas (el -17 %, en términos netos, frente al -4 %) que para las pymes, reduciéndose así las diferencias de disponibilidad percibidas en función del tamaño de las empresas.

Aumento de la denegación de solicitudes de préstamos bancarios de las pymes

Si se considera el resultado de las solicitudes de préstamos bancarios presentadas por las pymes entre abril y septiembre de 2012, el 15 % indicó que su solicitud había sido denegada (lo que representa un aumento con respecto al 13 % de la encuesta anterior; véase gráfico D). Este es el porcentaje más elevado

Gráfico C Disponibilidad de financiación externa para las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje neto de empresas que solicitaron financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Nota: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de empresas que han indicado una mejora de la disponibilidad y el de aquellas que han señalado un deterioro.

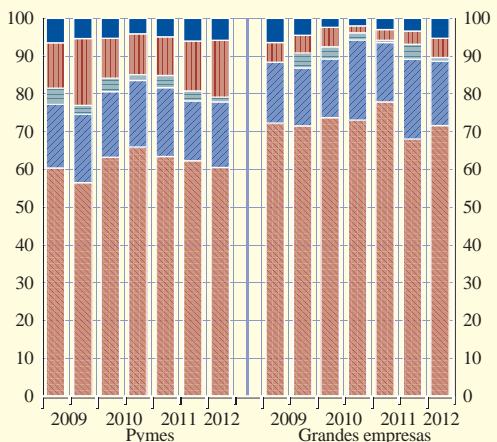
registrado desde el máximo del 18% del segundo semestre de 2009 y refleja las dificultades de acceso a los préstamos bancarios que afrontaron las pymes durante el período analizado. Al mismo tiempo, el 60% de las pymes (ligeramente por debajo del 62% de la encuesta anterior) señalaron que se les había concedido la totalidad del importe solicitado (el porcentaje más bajo fue el 56% en el segundo semestre de 2009). Esta reducción se vio parcialmente compensada por el leve aumento del porcentaje de préstamos en los que solo se concedió parte del importe solicitado (el 17%, en comparación con el 16% de la encuesta previa). Esto puede deberse a que las entidades de crédito continuaron aplicando una política crediticia muy prudente, en particular en lo que respecta a los préstamos de mayor riesgo. En cuanto a los descubiertos en cuenta, las pymes no señalaron variación alguna en la tasa de solicitudes denegadas, que se mantuvo en el 14%.

En el caso de las grandes empresas, la tasa de solicitudes de crédito bancario denegadas aumentó ligeramente, hasta el 5% (frente al 3% de la ronda anterior de la encuesta). Sin embargo, la aceptación de las solicitudes se incrementó hasta el 72% (frente al 68%), mientras que el porcentaje de solicitudes de préstamos bancarios aceptadas solo en parte se redujo (el 17%, frente al 21% de la encuesta anterior), lo que también tiende a confirmar que es posible que las entidades de crédito estén realizando un seguimiento más estrecho de las solicitudes de préstamo con el fin de diferenciarlas.

Gráfico D Resultados de las solicitudes de préstamo de las empresas de la zona del euro

(variación con respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que solicitaron préstamos bancarios)

■ No sabe/no contesta
■ Solicitud denegada
■ Solicitud concedida, pero coste demasiado elevado
■ Solicitud concedida en parte
■ Solicitud concedida en su totalidad



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.

Recuadro 4

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

Las cuentas integradas de la zona del euro hasta el segundo trimestre de 2012, que se publicaron el 30 de octubre 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 contexto de una actividad económica en contracción, la tasa de ahorro de los hogares volvió a caer, hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico, al tratar los consumidores de mitigar la acusada reducción de su renta real disponible. Los márgenes de las sociedades no financieras siguieron estrechándose y se situaron en niveles reducidos, pero este sector aún no ha vuelto a registrar las necesidades de financiación habituales, debido a los recortes registrados en la inversión fija, a la desacumulación de existencias y a los aún considerables beneficios no distribuidos. La reducción de los déficits públicos prosiguió, pero a un ritmo más lento, mientras que el saldo exterior de la zona del euro continuó

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

mejorando, pasando a arrojar un superávit en términos interanuales. El patrimonio neto de los hogares disminuyó significativamente en el trimestre de referencia, como resultado de la caída de los precios de la vivienda y del valor de las acciones. La reducción del apalancamiento de las sociedades no financieras se interrumpió, como consecuencia del impacto negativo de las pérdidas sufridas en su cartera de acciones sobre su riqueza, mientras que las ratios de capital de las instituciones financieras aumentaron de nuevo, debido a la emisión de acciones y a un incremento de los beneficios no distribuidos.

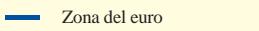
Renta y capacidad/necesidad de financiación

Como reflejo de la contracción observada en la actividad económica, la tasa de crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de la zona del euro registró un pronunciado descenso en el segundo trimestre de 2012 (0,4 %, frente al 1,8 % del primer trimestre) (véase gráfico A).

Como la renta de la zona del euro creció a un ritmo más lento que el consumo total (por primera vez desde el primer trimestre de 2010), se observó una contracción interanual en el ahorro bruto. La tasa de ahorro de los hogares se redujo hasta mínimos históricos en el segundo trimestre de 2012. El desahorro público continuó disminuyendo, aunque se mantuvo en niveles elevados. Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras cayeron de forma acusada en el segundo trimestre (11 %, en tasa interanual), al tiempo que aumentaron los de las instituciones financieras. La tasa de crecimiento interanual de la formación de capital fijo de la zona del euro fue negativa y siguió reduciéndose en todos los sectores, observándose las caídas más pronunciadas en el sector público y en las instituciones financieras. La inversión de los hogares descendió un 2,1 % y la de las sociedades no financieras, un 1,1 %. La desacumulación de existencias, en términos desestacionalizados, parece haber

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

(tasa de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



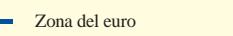
 Zona del euro
 Hogares
 Instituciones financieras
 Sociedades no financieras
 Administraciones Públicas



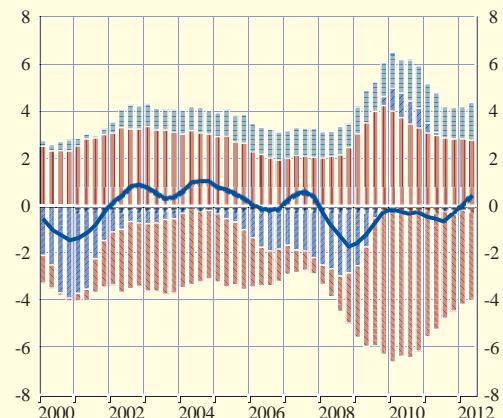
Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



 Zona del euro
 Hogares
 Instituciones financieras
 Sociedades no financieras
 Administraciones Públicas



Fuentes: Eurostat y BCE.

cobrado nuevo impulso en el segundo trimestre, en contraste con la significativa reposición de existencias registrada hace un año, de modo que las existencias hicieron descender la tasa de crecimiento interanual del PIB nominal en 1 punto porcentual en el segundo trimestre de 2012. Como resultado, la formación bruta de capital total cayó de manera mucho más acusada (un 7,4%, en tasa interanual) que la formación bruta de capital fijo (2,7%).

Dado que, en la zona del euro, la caída de la inversión fue más intensa que la del ahorro, la capacidad/necesidad de financiación de la zona mejoró (pasando a registrar un superávit del 0,3% del PIB, en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres). La mejora del saldo exterior se debió principalmente a la demanda exterior neta de bienes y, desde un punto de vista sectorial, reflejó, sobre todo, un aumento de la capacidad de financiación de las instituciones financieras, una mejora en el saldo de financiación de las sociedades no financieras, hasta alcanzar una ligera capacidad de financiación frente a la necesidad que se observaba hace un año (como consecuencia, fundamentalmente, de la desacumulación de existencias), y una reducción sostenida de los déficits públicos. Por el contrario, la capacidad de financiación de los hogares disminuyó, debido a que la contracción del ahorro superó la reducción de su inversión (véase gráfico B). Por lo que se refiere a la financiación, se observó una falta de dinamismo en los flujos transfronterizos, aunque los no residentes volvieron a invertir en deuda pública de la zona del euro en el primer semestre de 2012.

Evolución de los sectores institucionales

En el segundo trimestre de 2012, la renta nominal de los *hogares* cayó un 0,2%, en tasa interanual, tras haber aumentado en torno a un 1,5% en los dos trimestres anteriores. Este descenso fue reflejo del menor crecimiento de la remuneración de los asalariados y de una reducción tanto de las rentas de la propiedad netas como del excedente bruto de explotación y rentas mixtas. La carga fiscal negativa sobre la renta neta de los hogares, es decir, la procedente de transferencias públicas y de impuestos, se mantuvo en el nivel observado en trimestres anteriores, reduciendo el crecimiento interanual de la renta en 0,7 puntos porcentuales. En términos reales, la renta de los hogares disminuyó un 2,2%, en tasa interanual (véase gráfico C). Para mitigar el efecto de ese descenso sobre el consumo, los hogares recurrieron a su ahorro, lo que provocó que la tasa de ahorro, en términos desestacionalizados, cayera hasta el 12,9% en el segundo trimestre, el nivel más bajo registrado hasta la fecha (véase gráfico D)². Como el ahorro cayó con más rapidez que la inversión en vivienda, se redujo la capacidad de financiación. El crecimiento de la financiación de los hogares siguió disminuyendo. Prosiguieron los desplazamientos observados en las carteras de inversión de los hogares en detrimento de los pasivos no bancarios (especialmente reservas técnicas de seguro) y en favor de los activos monetarios (por ejemplo, depósitos bancarios), en un contexto de desaceleración general de la acumulación de activos financieros. El patrimonio neto de los hogares se redujo significativamente, en términos interanuales, ya que las pérdidas de capital en vivienda y en acciones y participaciones superaron el ahorro neto.

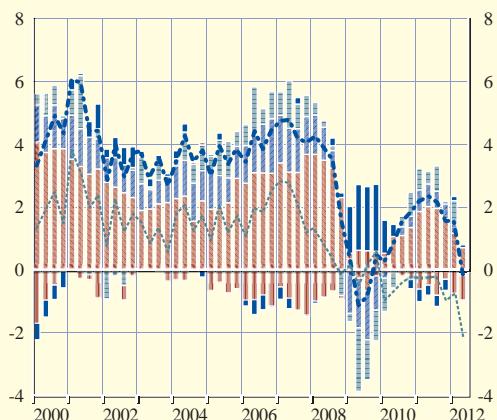
El excedente bruto de explotación de las *sociedades no financieras* siguió contrayéndose, en términos interanuales, en el segundo trimestre, dado que el valor añadido en relación con los salarios se desaceleró y que aumentaron los impuestos sobre la producción. Los márgenes de las sociedades no financieras se redujeron adicionalmente, hasta el 38,1%, en el segundo trimestre de 2012. Esta serie alcanzó un máximo del 41% en el tercer trimestre de 2007 y registró un mínimo del 36,6% en el primer trimestre

² Este análisis se encuentra sujeto actualmente a una incertidumbre estadística mayor de lo habitual, existiendo más posibilidades de lo normal de que se efectúen revisiones, ya que la cuenta financiera de los hogares apuntaba a una tasa de ahorro notablemente más elevada que la cuenta corriente y de capital, antes de introducir las correcciones necesarias para alcanzar el equilibrio.

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

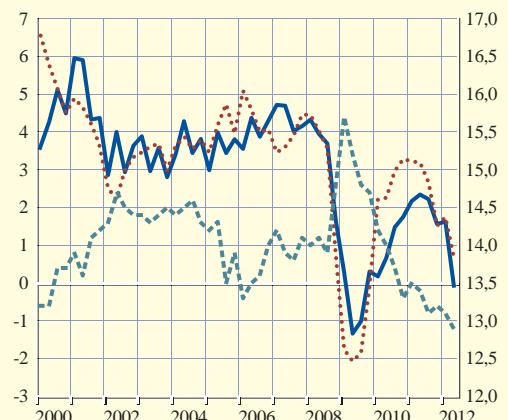


Fuentes: Eurostat y BCE.

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.

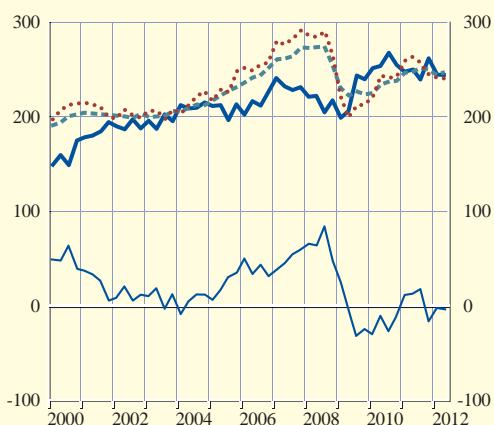
de 2009. El ahorro (es decir, los beneficios no distribuidos) cayó de forma acusada (un 11 %, en términos interanuales), pero permaneció en niveles elevados. La capacidad/necesidad de financiación de las sociedades no financieras se ha mantenido próxima al equilibrio en los últimos trimestres, no volviendo a registrar el sector las necesidades de financiación habituales, al desacelerarse marcadamente los gastos de capital en un contexto de desacumulación de existencias (véase gráfico E). La financiación de las sociedades no financieras en los mercados se benefició de las OFPML a tres años del BCE, que contribuyeron a mejorar el entorno para la emisión de valores de renta fija privada, mientras que los préstamos bancarios se contrajeron nuevamente. Las sociedades no financieras continuaron ampliando sus ya holgados colchones de liquidez (que se situaban en 2,8 billones de euros). En contraposición con el rápido debilitamiento del crecimiento del valor añadido, el préstamo intrasectorial (créditos comerciales, préstamos concedidos por las sociedades no financieras) se mantuvo, proporcionando una vez más un colchón frente a las restricciones de la financiación bancaria, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (véase gráfico F). La reducción del apalancamiento de las sociedades no financieras se interrumpió en el segundo trimestre, debido principalmente a que la bajada del precio de las acciones disminuyó el valor de sus carteras, más que a un aumento de la deuda.

En el segundo trimestre de 2012, el déficit de las *Administraciones Pùblicas*, que había caído con bastante rapidez desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2010, se redujo aún más, aunque a un ritmo significativamente más lento. En flujos acumulados de los cuatro últimos meses, el déficit público cayó hasta el 3,9 % del PIB en el segundo trimestre, desde el 4 % registrado en el primer trimestre. El crecimiento interanual de los ingresos corrientes de las Administraciones Pùblicas se ralentizó (especialmente el IVA y los impuestos directos sobre las empresas). El crecimiento interanual del gasto total se mantuvo estable alrededor del 1 % (en términos nominales y excluidas las transferencias de

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; tasa 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 valor añadido (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.

capital), como consecuencia de las medidas de consolidación en marcha, entre ellas el estancamiento o el descenso de la remuneración de los asalariados. Por lo que se refiere a la financiación, los pasivos en forma de préstamos han sustituido en mayor medida a la emisión de deuda. Los valores distintos de acciones emitidos fueron comprados tanto por entidades de crédito como por no residentes, en el contexto de las OFPML a tres años del BCE, invirtiéndose así, en parte, la disminución de las tenencias de valores emitidos por las Administraciones Públicas observada a la vez que se realizaban las intervenciones contempladas en el programa para los mercados de valores en el segundo semestre de 2011.

Los beneficios no distribuidos (es decir, la renta disponible) de las *instituciones financieras* aumentaron de forma importante a pesar del tímido crecimiento del valor añadido y de los ingresos netos por intereses principalmente como resultado del aumento de los dividendos netos obtenidos debido a que los dividendos distribuidos fueron menores. Este hecho, junto con la emisión continuada de acciones y una reversión de las anteriores pérdidas de capital en activos netos en 2011 llevó a un incremento de los activos netos de las instituciones financieras a precios de mercado. En un contexto de presiones de desapalancamiento, las entradas en los balances de las instituciones financieras se mantuvieron contenidas en base consolidada.

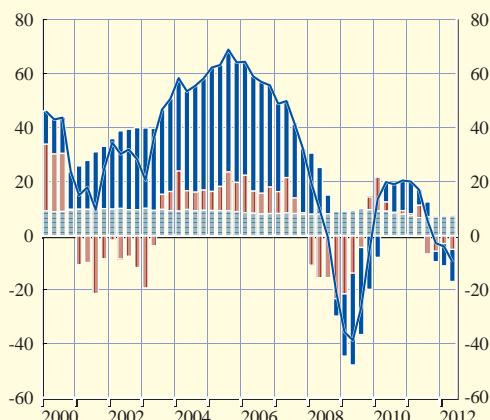
Evolución del balance

En el segundo trimestre de 2012, el patrimonio neto de los hogares, en tasa interanual, se redujo de forma acusada. Esta reducción fue equivalente al 9,6% de la renta (frente a los aumentos observados en 2010, con un máximo del 20,5% de la renta en el cuarto trimestre). La influencia positiva del

Gráfico G Variaciones del patrimonio neto de los hogares

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

- Otros flujos de activos no financieros¹⁾
- Otros flujos de activos financieros y pasivos²⁾
- Variación del patrimonio neto debido al ahorro neto³⁾
- Variación del patrimonio neto



Fuentes: Eurostat y BCE.

Notas: Los datos de activos no financieros son estimaciones del BCE.

- 1) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en activos inmobiliarios y de suelo.
- 2) Principalmente pérdidas y ganancias de capital en acciones y otras participaciones.
- 3) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.

ahorro neto (7,4 % de la renta) se vio compensada con creces por las pérdidas sufridas por los hogares (17 % de la renta) en sus activos no financieros (sobre todo, inmobiliarios) y, en menor medida, en sus carteras de activos financieros (véase gráfico G).

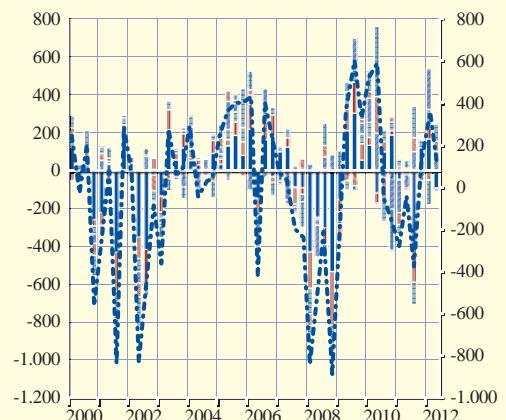
En el mismo trimestre, las instituciones financieras registraron pequeñas ganancias de capital en sus activos financieros, tras las significativas ganancias obtenidas en el primer trimestre (véase gráfico H). Las pérdidas de capital en acciones y participaciones (acciones cotizadas, acciones no cotizadas y fondos de inversión), ocasionadas por las caídas de los mercados de valores, y en deuda pública se vieron compensadas por las ganancias de capital (y por otros efectos, como las reclasificaciones) en otros instrumentos procedentes del impacto de la depreciación del euro en el segundo trimestre sobre los activos denominados en monedas extranjeras (incluidos depósitos, préstamos y valores distintos de acciones). No obstante, la depreciación del euro también contrarrestó pérdidas en los pasivos denominados en monedas extranjeras. El efecto de los préstamos malos en las carteras de préstamos se mantuvo, en general, limitado, sobre todo por la manera en la que se registra el deterioro del valor de los préstamos en las cuentas de la zona del euro, que solo se lleva a cabo gradualmente³.

3 Según las normas estadísticas internacionales, el deterioro del valor de los préstamos no suele registrarse como variación inmediata en las partidas del balance, aun cuando el prestamista pueda haber incorporado a la cuenta de pérdidas y ganancias provisiones por deterioro del valor. Por el contrario, los préstamos cuyo valor se haya deteriorado siguen registrándose a su valor nominal hasta el momento en que se recomienda darlos de baja total o parcialmente de los saldos de préstamos afectados.

Gráfico H Pérdidas y ganancias de capital en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)

- Acciones cotizadas
- Acciones no cotizadas
- Participaciones en fondos de inversión
- Valores distintos de acciones
- Préstamos
- Otros
- Total



Fuentes: Eurostat y BCE.

Nota: El total hace referencia a «otros flujos económicos», que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) (incluido el saneamiento de los préstamos).

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,5% en octubre de 2012, en comparación con el 2,6% de septiembre y de agosto. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación se mantendrán en niveles elevados en los meses siguientes, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte 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 seguir siendo limitadas. Así pues, los niveles de inflación actuales deberían continuar siendo transitorios. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados en el medio plazo.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC fue del 2,5% en octubre de 2012, en comparación con el 2,6% de septiembre y de agosto (véase cuadro 5). Los datos más recientes de Eurostat incluyen las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC para octubre, es decir, la energía, los alimentos, los servicios y los bienes industriales no energéticos (véase recuadro 5). Las tasas de variación interanual de los alimentos y de los servicios aumentaron en octubre, mientras que las de la energía y los bienes industriales no energéticos se redujeron.

Si se consideran con más detalle los principales componentes del IAPC, la tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el 7,8% en octubre de 2012, desde el 9,1% de septiembre (véase gráfico 23). Esta caída es muy probable que reflejara el descenso de los precios del petróleo y del gas en los últimos meses.

La estimación preliminar del componente de alimentos corresponde a la tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados, tomados en su conjunto, que aumentó del 2,9% registrado en septiembre al 3,2% de octubre. Sobre la base de los datos correspondientes a septiembre, el último mes para el que se dispone de una desagregación detallada del componente de materias primas alimenticias, el aumento refleja la tendencia al alza de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, que alcanzó el 3,7% en septiembre de 2012, el nivel más elevado de los últimos cuatro

Cuadro 5 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2010	2011	2012 May	2012 Jun	2012 Jul	2012 Ago	2012 Sep	2012 Oct
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	1,6	2,7	2,4	2,4	2,4	2,6	2,6	2,5
Energía	7,4	11,9	7,3	6,1	6,1	8,9	9,1	7,8
Alimentos	1,1	2,7	2,8	3,2	2,9	3,0	2,9	3,2
Alimentos no elaborados	1,3	1,8	1,8	3,1	2,9	3,5	3,7	,
Alimentos elaborados	0,9	3,3	3,4	3,2	2,9	2,7	2,5	,
Bienes industriales no energéticos	0,5	0,8	1,3	1,3	1,5	1,1	1,2	1,1
Servicios	1,4	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	2,9	5,9	2,3	1,8	1,6	2,7	2,7	,
Precios del petróleo (euros por barril)	60,7	79,7	86,0	76,4	83,4	90,5	87,9	85,6
Precios de las materias primas no energéticas	44,6	12,2	-0,3	0,8	4,7	6,5	4,6	5,8

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

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

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

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

— IAPC general (escala izquierda)
··· Alimentos no elaborados (escala izquierda)
- - - Energía (escala derecha)

— IAPC general, excluidos energía y alimentos no elaborados (escala izquierda)
··· Alimentos elaborados (escala derecha)
- - - Bienes industriales no energéticos (escala izquierda)
— Servicios (escala izquierda)



Fuente: Eurostat.

años. Este hecho puede atribuirse al incremento del ritmo de avance interanual de los precios de las frutas y de las legumbres y hortalizas, principalmente como consecuencia de influencias estacionales. En cambio, la tasa de variación de los precios de los alimentos elaborados registró un descenso sostenido, desde tasas superiores al 4% en los primeros meses de 2012, hasta el 2,5% de septiembre, después de que los precios de las materias primas alimenticias se redujeran en los meses anteriores. Mientras tanto, las recientes subidas de los precios de las materias primas alimenticias parecen haber sido pasajeras, y cualquier traslado a los precios de consumo tardaría varios meses.

Eurostat no publica ninguna estimación preliminar de la inflación interanual medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, que se situó en el 1,5% en septiembre de 2012, sin cambios con respecto a agosto. Si se excluyen los alimentos y la energía, que son los componentes volátiles, la inflación medida por el IAPC consta de dos componentes principales: bienes industriales no energéticos y servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos cayó hasta el 1,1% en octubre de 2012, desde el 1,2% de septiembre. La evolución de este componente refleja principalmente la volatilidad de las tasas de avance interanuales de las prendas de vestir y del calzado, asociada al impacto de los períodos de rebajas, así como al aumento de la imposición indirecta en septiembre. El ritmo de variación de los precios de los servicios ha sido relativamente estable desde principios de año, situándose en el 1,8% en octubre, frente al 1,7% de septiembre, lo que podría deberse, de algún modo, a la subida de los impuestos indirectos, así como a un cierto traslado de los mayores costes de la energía a los precios de componentes tales como los servicios de transporte.

Recuadro 5

ESTIMACIONES PRELIMINARES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES DEL IAPC DE LA ZONA DEL EURO

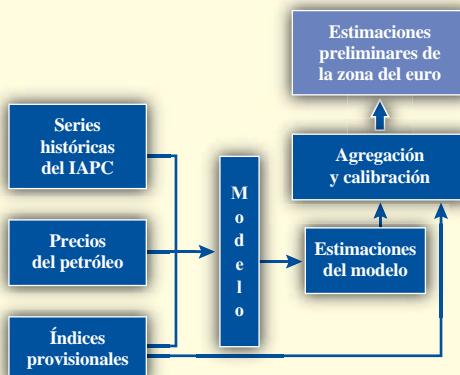
Desde octubre de 2011, Eurostat ha publicado un avance de la inflación de la zona del euro, medida en términos del IAPC general, el último día laborable del mes de referencia o poco después. Por primera vez, en septiembre de 2012, Eurostat ha complementado el avance anterior con las estimaciones preliminares de las tasas de variación interanual de los principales componentes del IAPC de la zona del euro: energía, alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco), bienes industriales no energéticos y servicios.

El mayor nivel de detalle del avance del IAPC, solicitado por el BCE y otros usuarios, contribuye a facilitar una valoración más temprana de la evolución de los precios. Existen diferencias importantes entre los componentes del IAPC en cuanto a los factores que determinan las variaciones de precios y su persistencia. Por ejemplo, la energía es el más volátil de los principales componentes y su dinámica viene determinada, en gran medida, por la evolución de los precios del petróleo. En cambio, los precios de los servicios varían mucho menos, en promedio, y son factores internos los que los determinan. Así pues, las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC de la zona del euro permiten llevar a cabo un análisis más temprano y exhaustivo.

Metodología

Las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC se presentan como tasas de variación interanual redondeadas al primer decimal¹. Como ocurre con el avance del IAPC general, Eurostat obtiene las estimaciones preliminares de los principales componentes a partir de los datos nacionales facilitados por las oficinas estadísticas de los Estados miembros que pertenecen a la zona del euro en forma de estimaciones publicadas o sin publicar. Los avances del IAPC general se obtienen de forma independiente de las estimaciones preliminares de sus componentes principales. Las estimaciones de los componentes se calibran para que sean coherentes con el avance del IAPC general. En el gráfico A se muestra la manera en que se obtienen las estimaciones preliminares².

Gráfico A Metodología para la obtención de las estimaciones preliminares del IAPC de la zona del euro



Fuente: Eurostat.

Cuando las cifras provisionales son incompletas, las estimaciones se obtienen utilizando modelos econométricos. Estos modelos se basan en información sobre los precios de la energía proporcionados por la Dirección General de Energía de la Comisión Europea (publicado en el Boletín Petrolífero semanal³), en series históricas del IAPC y en datos del IAPC correspondientes al mes de referencia

1 Además de las tasas de variación interanual, Eurostat publica los correspondientes niveles de los índices y las tasas de variación intermensual en su base de datos en línea: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.

2 Para más información, véase el artículo titulado «Inflation in the euro area», disponible en la sección «Statistics Explained» del sitio web de Eurostat, http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained.

3 Disponible en el sitio web de la Comisión Europea, http://ec.europa.eu/energy/observatory/oil/bulletin_en.htm.

disponibles para otros países. Los datos generales utilizados para obtener la estimación del IAPC y su detalle comprenden normalmente más del 95 % del gasto en consumo de la zona del euro.

Fiabilidad

El avance del IAPC general ha sido muy fiable. En el gráfico B se muestran estos avances, las cifras oficiales y las diferencias entre ellos desde enero de 2007. De los 69 avances publicados en este período, la tasa de inflación se estimó con exactitud en 47 ocasiones (lo que corresponde a dos tercios de los meses de referencia) y discrepó solamente 0,1 puntos porcentuales en 22 ocasiones⁴. Como el procedimiento de calibración no altera el avance del IAPC, su nivel de fiabilidad no se ve afectado por la publicación de las estimaciones preliminares de los principales componentes.

Por lo que se refiere a la fiabilidad de las estimaciones preliminares de los principales componentes, Eurostat sometió a prueba la elaboración de dichas estimaciones durante un período de 15 meses antes de publicarlas por vez primera. Basándose en los resultados de este análisis, Eurostat ha concluido que se espera que la fiabilidad de las estimaciones preliminares de los cuatro componentes sea lo suficientemente elevada. Sin embargo, la calidad y la disponibilidad de las cifras provisionales y la mayor volatilidad de algunos componentes son factores que pueden hacer que la estimación sea menos fiable que la de la inflación general.

En el cuadro siguiente se compara la estimación preliminar correspondiente a septiembre de 2012 con las cifras oficiales. La tasa de inflación se sobreestimó en 0,1 puntos porcentuales. Del mismo modo, la estimación preliminar relativa a la tasa de variación de los componentes de energía y servicios fue

4 Véanse también los recuadros titulados «Evaluación de la fiabilidad del avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2006, «Evaluación del avance del IAPC de la zona del euro publicado por Eurostat», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2002, y, para un análisis de las proyecciones de inflación «El sesgo en las previsiones de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2012.

Gráfico B IAPC general, cifras oficiales y avances

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las diferencias se calculan entre las tasas de inflación redondeadas al primer decimal.

IAPC general y sus componentes, cifras oficiales y estimaciones preliminares, septiembre de 2012

(tasas de variación interanual; salvo indicación en contrario)

	Porcentaje del total en 2012	Estimación preliminar	Cifras oficiales	Diferencia (puntos porcentuales)
Índice general	100,0	2,7	2,6	-0,1
Energía	11,0	9,2	9,1	-0,1
Alimentos	19,1	2,9	2,9	0,0
Bienes industriales no energéticos	28,5	0,8	1,2	0,4
Servicios	41,5	2,0	1,7	-0,3

Fuente: Eurostat.

más elevada (9,2% y 2%, respectivamente) que las tasas de inflación definitivas de estos componentes (9,1% y 1,7%, respectivamente). Mientras que la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se subestimó (0,8%, frente a la tasa definitiva del 1,2%), el aumento de los precios de los alimentos se estimó con exactitud en el 2,9%.

Conclusión

La publicación de las estimaciones preliminares de los principales componentes del IAPC para complementar el avance de la tasa de inflación general de la zona del euro mejora significativamente la capacidad del BCE para valorar la evolución de los precios de forma temprana. Al mismo tiempo, conviene tener en cuenta que la fiabilidad de las estimaciones preliminares de los componentes puede verse más afectada por la disponibilidad y calidad de las cifras provisionales que la estimación del IAPC general.

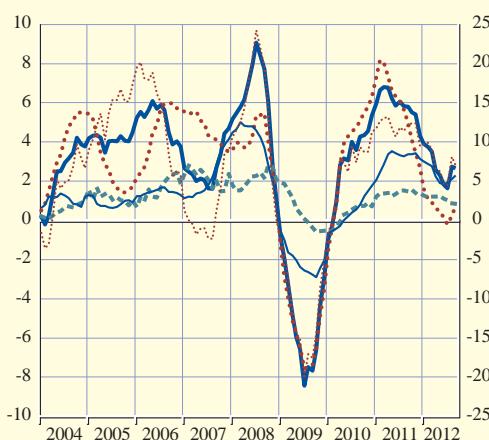
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación de los precios industriales (excluida la construcción) se situó en el 2,7% en septiembre de 2012, sin variación con respecto al mes anterior (véanse cuadro 5 y gráfico 24). El descenso observado en el componente energético, que pasó del 8,1% de agosto al 7% de septiembre, se compensó con aumentos de la tasa de avance interanual de los precios industriales de los bienes intermedios y de los bienes de consumo, mientras que la inflación en los sectores de bienes de capital no experimentó variación. El índice de precios industriales, excluidas la construcción y la energía, se incrementó hasta el 1,2% en septiembre, en tasa interanual, desde el 1% observado en agosto.

Gráfico 24 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

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

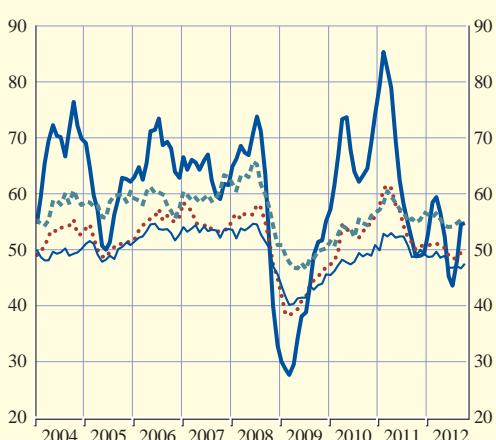


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

(índices de difusión; datos mensuales)

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



Fuente: Markit.

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

Si se consideran las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual del componente de bienes de consumo alimenticio del índice de producción industrial se elevó del 3,1 % de agosto al 3,6 % de septiembre. El crecimiento interanual de los precios de las materias primas alimenticias en origen de la UE experimentó una aceleración, pasando del 6,5 % registrado en agosto al 8,5 % en septiembre, aunque se mantuvo muy por debajo de los máximos observados en 2007 y 2011. Expressados en euros, los precios internacionales de las materias primas alimenticias descendieron un 6,3 % en octubre, con respecto a septiembre. En general, aunque persisten algunas presiones latentes de carácter alcista en el corto plazo, todavía se espera que el impacto de la reciente subida de estos precios sobre el componente de alimentos del IAPC sea relativamente limitado y de corta duración. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes de consumo no alimenticio registró un ligero descenso, hasta el 0,7 % en septiembre, desde el 0,8 % de agosto. La tendencia a la baja de los precios de los bienes de consumo no alimenticio desde el inicio del año, junto con la moderada evolución de los precios de importación de las materias primas y de los bienes intermedios, sugiere que las presiones latentes sobre el componente de bienes industriales no energéticos del IAPC siguen siendo limitadas.

Por lo que respecta a los resultados de las encuestas sobre precios industriales, tanto el índice de directores de compras (PMI) como las encuestas de la Comisión Europea indican que las expectativas de precios de las empresas volvieron a aumentar en octubre, aunque se mantuvieron muy por debajo de sus medias históricas (véase gráfico 24). Los datos de las encuestas también sugieren una suave presión al alza sobre los precios de los bienes intermedios, mientras que los indicadores siguen apuntando a un descenso de los precios de producción. En cuanto al PMI, el índice de precios de bienes intermedios del sector manufacturero ascendió de 54,4 en septiembre a 54,7 en octubre, mientras que el índice de precios de producción también aumentó durante el mismo período, pasando de 49,5 a 49,7, manteniéndose justo por debajo del umbral de 50. Los indicadores de opinión adelantados de la Comisión Europea de octubre sugieren un aumento de las expectativas de los precios de venta, en particular las relativas a los bienes intermedios. En general, las presiones latentes en las primeras fases de la cadena de producción y de la cadena minorista han seguido siendo relativamente moderadas.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

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

Cuadro 6 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

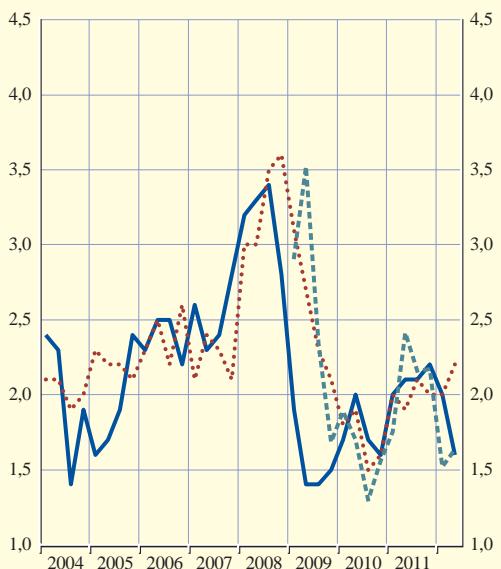
El crecimiento de los salarios en la zona del euro en su conjunto ha sido acorde con la estabilidad de precios y con la evolución de la productividad. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado siguió desacelerándose en el segundo trimestre de 2012, hasta el 1,6%, en tasa interanual, frente a tasas superiores al 2% en la segunda mitad de 2011. Por lo que respecta a los costes laborales unitarios, el descenso observado en el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se vio compensada, en gran medida, por el impacto al alza del menor crecimiento de la productividad. La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios se situó en el 1,4% en el segundo trimestre del presente año, frente al 1,5% registrado en el primer trimestre. En cambio, en promedio, los costes laborales por hora aumentaron, de abril a junio, a un ritmo relativamente más rápido que en el trimestre anterior, pasando del 1,5%, en tasa interanual, al 1,6% (véase gráfico 27).

Como los salarios corrientes, medidos por la remuneración por asalariado, han crecido con más moderación que los salarios negociados, parece

Gráfico 26 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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

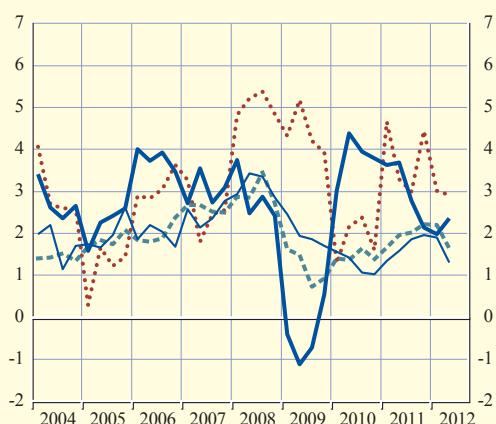


Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

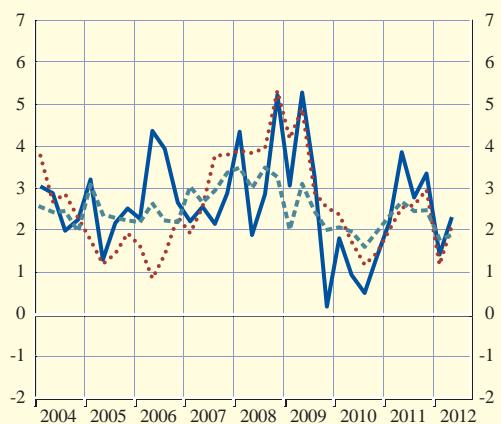
Gráfico 27 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

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



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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

que se está produciendo un cierto ajuste de los costes salariales a escala de la zona del euro a través de una deriva salarial negativa. Las cifras preliminares sobre salarios negociados hasta agosto confirman el panorama de debilidad del mercado de trabajo.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES DE LA ZONA DEL EURO

Según el índice de precios de los inmuebles residenciales del BCE, la tasa de variación interanual de los precios de dichos inmuebles en la zona del euro fue del $-1,5\%$, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2012, (véase gráfico A). Desde finales de 2010, momento en que se situaba en torno al 2% , este índice ha descendido gradualmente, adentrándose en territorio negativo en el último trimestre de 2011 (véase el recuadro 6 para más información).

Recuadro 6

EVOLUCIÓN RECENTE DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Según el índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro elaborado por el BCE¹, la tasa de variación interanual de dichos precios fue del $-1,5\%$ en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico). Desde el cuarto trimestre de 2010, cuando se situaba en torno al 2% , se ha moderado gradualmente, adentrándose en territorio negativo en el último trimestre de 2011. Esta moderación se ha producido en un contexto de tensiones en varios mercados financieros de la zona del euro.

Las contribuciones a la evolución reciente del crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro varían considerablemente de un país a otro. Los precios han seguido disminuyendo, en tasa interanual, en muchos países, especialmente en algunos países del sur de Europa (por ejemplo, Grecia, España y Portugal), pero también en Irlanda y en los Países Bajos (véase cuadro). En la mayor parte de estos países, los descensos fueron algo más acusados en el primer semestre de 2012 que en el segundo semestre de 2011. Además, en el primer semestre de 2012, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda se adentró en territorio negativo en Italia, pero experimentó una ligera aceleración en Bélgica, Alemania y Luxemburgo.

Precios nominales de los inmuebles residenciales de la zona del euro

(índice: 2007 = 100; tasas de variación interanual)



Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: En la nota 1 del texto principal se explica cómo se elabora el índice nominal.

¹ En 2010, el BCE empezó a elaborar trimestralmente el índice de precios de los inmuebles residenciales para la zona del euro. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2010.

Precios (nominales) de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación (porcentaje)	Media 1999-2011	2010		2011		2012		2011			2012	
			SI	SII	SI	I	II	III	IV	I	II	I	II
Bélgica ¹⁾	3,8	6,5	5,4	3,1	3,3	2,9	3,2	3,1	3,4	3,8	2,1	3,8	2,7
Alemania ²⁾	26,7	-	0,5	2,6	2,7	2,5	3,0	3,1	2,3	2,7	2,3	2,5	3,5
Estonia ³⁾	0,2	-	0,1	9,9	6,4	13,4	10,2	2,2	10,7	14,4	12,4	13,8	6,8
Irlanda ²⁾	1,8	3,1	-13,1	-13,2	-11,8	-14,7	-16,3	-11,1	-12,4	-13,5	-15,8	-17,2	-15,4
Grecia ³⁾	2,6	5,1	-4,7	-5,4	-5,3	-5,6	-9,7	-5,4	-5,1	-4,6	-6,5	-9,3	-10,1
España ²⁾	11,7	6,5	-2,0	-7,4	-5,5	-9,3	-13,5	-4,1	-6,8	-7,4	-11,2	-12,6	-14,4
Francia ¹⁾	21,3	7,4	5,1	5,9	7,0	4,9	0,9	7,0	7,1	6,2	3,7	1,9	-0,1
Italia ²⁾	17,0	4,6	-0,2	0,8	0,9	0,6	-0,9	0,6	1,2	0,9	0,3	-0,2	-1,7
Chipre ²⁾	0,2	-	-1,3	-4,1	-3,2	-5,0	-5,4	-3,1	-3,4	-4,3	-5,7	-4,9	-5,9
Luxemburgo ³⁾	0,4	-	4,5	4,1	4,0	4,2	4,8	2,4	5,7	1,9	6,5	5,4	4,3
Malta ²⁾	0,1	5,2	1,1	1,3	-1,3	3,9	-	-2,6	0,0	1,8	6,2	5,5	0,1
Países Bajos ¹⁾	6,4	4,1	-2,0	-2,3	-1,6	-3,0	-4,4	-1,2	-1,9	-2,7	-3,4	-3,8	-5,0
Austria ²⁾	3,1	2,2	5,7	4,1	2,6	5,6	-	3,9	1,4	5,7	5,5	10,7	-
Portugal ²⁾	1,9	2,2	1,8	-0,2	0,4	-0,8	-1,6	0,6	0,2	-0,8	-0,8	-1,5	-1,8
Eslavonia ²⁾	0,4	-	0,1	2,7	3,7	1,7	-6,4	4,1	3,2	2,1	1,4	-7,1	-5,7
Eslavaquia ¹⁾	0,7	-	-3,9	-3,1	-2,7	-3,5	-2,3	-2,5	-2,8	-4,3	-2,7	-2,3	-2,3
Finlandia ¹⁾	1,9	4,7	8,7	2,7	3,7	1,8	0,8	4,2	3,2	2,7	0,9	1,1	0,5
Zona del euro	100	4,2	1,0	1,0	1,6	0,4	-1,2	1,8	1,3	1,1	-0,3	-0,8	-1,5

Fuentes: Datos nacionales y cálculos del BCE.

Notas: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal correspondiente a 2009.

1) Viviendas construidas (es decir, casas y pisos) en todo el país.

2) Total de viviendas (es decir, casas y pisos nuevos y construidos) en todo el país.

3) Total de pisos en todo el país.

En el segundo trimestre de 2012, el índice de precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro fue alrededor de un 3% inferior al observado a mediados de 2008, de lo que se deduce que la corrección en términos absolutos no fue importante, aunque debe considerarse en el contexto de la accesibilidad de los inmuebles residenciales y de los precios de alternativa a la vivienda en propiedad. Por ejemplo, los índices de valoración utilizados habitualmente sugieren que el grado de desajuste entre los precios de la vivienda y las variables fundamentales registrado en varios países de la zona del euro se ha reducido significativamente desde el inicio de la crisis, pero no se ha eliminado por completo²⁾.

2 Véase el recuadro titulado «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2011.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,5% en octubre de 2012, en comparación con el 2,6% de septiembre y de agosto. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre el petróleo, las tasas de inflación se mantendrán en niveles elevados en los meses siguientes, antes de caer de nuevo por debajo del 2% en el transcurso del próximo año. A lo largo del horizonte relevante para la política monetaria, en un entorno de crecimiento moderado en la zona del euro y de expectativas de inflación a largo plazo firmemente ancladas, las presiones inflacionistas subyacentes deberían seguir siendo contenidas. Así pues, los niveles de inflación actuales deberían continuar siendo transitorios.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 7) muestra que, en comparación con la ronda anterior, los expertos han revisado las expectativas al alza en 0,2 puntos

porcentuales para 2012 y 2013, situándolas en el 2,5 % y el 1,9 %, respectivamente. Las expectativas de inflación para 2014 se mantienen sin variación en el 1,9 %. Sus expectativas de inflación de 2012 a 2014 están prácticamente en línea con los intervalos previstos en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre. Las expectativas a largo plazo (para 2017) se mantienen sin variación en el 2 %.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza proceden de nuevos aumentos de los impuestos indirectos, derivados de la necesidad de adoptar medidas de consolidación fiscal. Los principales riesgos a la baja están relacionados con el impacto de un crecimiento menor de lo esperado en la zona del euro, en caso de una reintensificación de las tensiones en los mercados financieros, y con sus efectos sobre los componentes internos de la inflación.

Recuadro 7

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

A continuación se presentan los resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2012. La encuesta se realizó entre el 16 y el 22 de octubre de 2012, y se recibieron 56 respuestas¹. Los resultados suponen un aumento de las expectativas de inflación para 2012 y 2013 en comparación con la encuesta anterior, mientras que las expectativas para 2014 no han experimentado variación. Las expectativas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja para 2012, 2013 y 2014, mientras que las correspondientes al desempleo, para esos mismos años, se han revisado nuevamente al alza. Por lo que respecta a las expectativas de inflación a más largo plazo, la previsión media se mantiene sin variación en el 2 %.

Expectativas de inflación más elevadas para 2012 y 2013

Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 obtenidas de la EPE se sitúan en el 2,5 % y en el 1,9 %, respectivamente (véase cuadro), lo que supone revisiones al alza de 0,2 puntos porcentuales para ambos años en comparación con la encuesta anterior. Los encuestados atribuyen estas revisiones principalmente a un aumento mayor de lo previsto de los precios de las materias primas y de los impuestos indirectos. Las expectativas de inflación para 2014 se mantienen sin variación en el 1,9 %.

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 BCE en septiembre de 2012 y son muy similares a las publicadas en las encuestas del Barómetro de la Zona del Euro y de Consensus Economics de octubre. La distribución de probabilidad agregada para la inflación de 2012 se ha concentrado más en el intervalo comprendido entre el 2,5 % y el 2,9 %, mientras que las correspondientes a 2013 y 2014 se han desplazado hacia la derecha en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A).

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: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

Resultados de la EPE, de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE, 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 IV 2012	2,5	1,9	1,9	2,0
EPE anterior (III 2012)	2,3	1,7	1,9	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2012)	2,4-2,6	1,3-2,5	-	-
Consensus Economics (octubre 2012)	2,4	1,9	1,7	2,1
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2012)	2,4	1,9	1,9	2,0
Tasa de variación del PIB real	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2012	-0,5	0,3	1,3	1,8
EPE anterior (III 2012)	-0,3	0,6	1,4	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE (septiembre 2012)	-0,6 - -0,2	-0,4-1,4	-	-
Consensus Economics (octubre 2012)	-0,5	0,2	1,2	1,5
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2012)	-0,5	0,2	1,3	1,7
Tasa de desempleo ¹⁾	2012	2013	2014	A más largo plazo ²⁾
EPE IV 2012	11,3	11,6	11,2	9,0
EPE anterior (III 2012)	11,2	11,4	10,8	9,2
Consensus Economics (octubre 2012)	11,2	11,7	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2012)	11,2	11,7	11,2	10,4

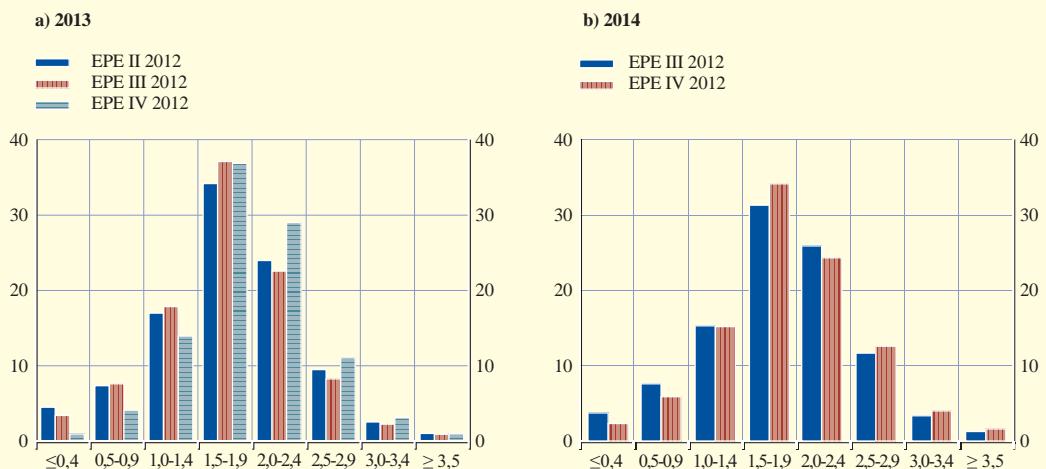
1) En porcentaje de la población activa.

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

Los encuestados consideran que los riesgos para el escenario de referencia de la inflación están, en general, equilibrados. Algunos encuestados mencionaron, entre los riesgos alcistas, la posibilidad de que se produzcan nuevos aumentos de los precios de las materias primas, de los impuestos indirectos y de los precios administrados. El principal riesgo bajista para la inflación guarda relación con un nuevo deterioro de la actividad económica y de los mercados de trabajo en la zona del euro.

Gráfico A Distribución de probabilidad agregada para las expectativas de inflación media anual en 2013 y 2014 en las últimas encuestas EPE

(probabilidad en porcentaje)



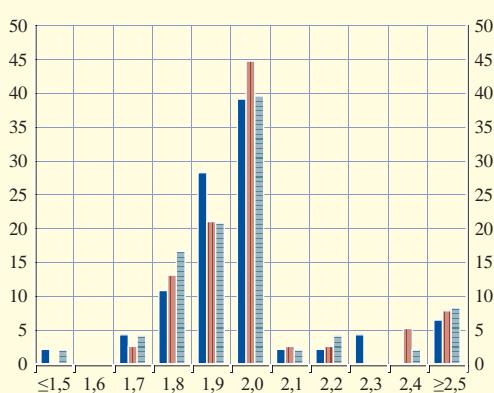
Fuente: BCE.

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

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

(porcentaje de encuestados)

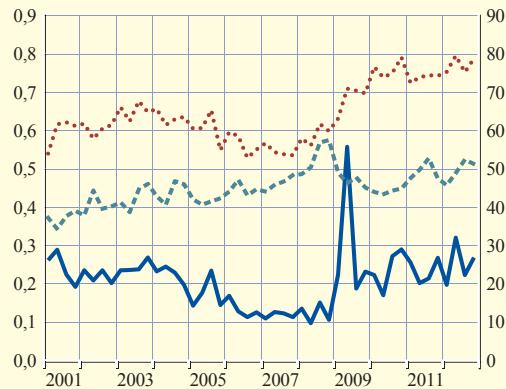
EPE II 2012
EPE III 2012
EPE IV 2012



Fuente: BCE.

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

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).

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

La previsión media de inflación a más largo plazo (para 2017) se mantiene en el 2 %. Mostradas con redondeo a dos decimales, las expectativas se sitúan, en promedio, en el 1,98 %, frente al 2,02 % 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 descendido del 45 % al 40 % (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 y del Barómetro de la Zona del Euro. La distribución de probabilidad agregada se ha aplanado ligeramente (parte de la probabilidad se ha desplazado hacia las colas de la distribución) en comparación con la encuesta anterior. La probabilidad de que la inflación se sitúe en el 2 % o por encima de este nivel se ha reducido del 52 % de la encuesta anterior al 51 % en la presente ronda.

El desacuerdo sobre las expectativas de inflación a más largo plazo, medido por la desviación típica de las previsiones, aumentó hasta situarse en 0,3 puntos porcentuales (desde los 0,2 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, ha aumentado ligeramente en comparación con la encuesta anterior, pero se mantiene en niveles históricamente altos (véase gráfico C)².

Expectativas de crecimiento del PIB más bajas para 2012, 2013 y 2014

Las expectativas de crecimiento del PIB para 2012 y 2013 se han revisado a la baja, 0,2 y 0,3 puntos porcentuales, y actualmente se sitúan en el -0,5 % y el 0,3 %, respectivamente. Para 2014, las expectativas se

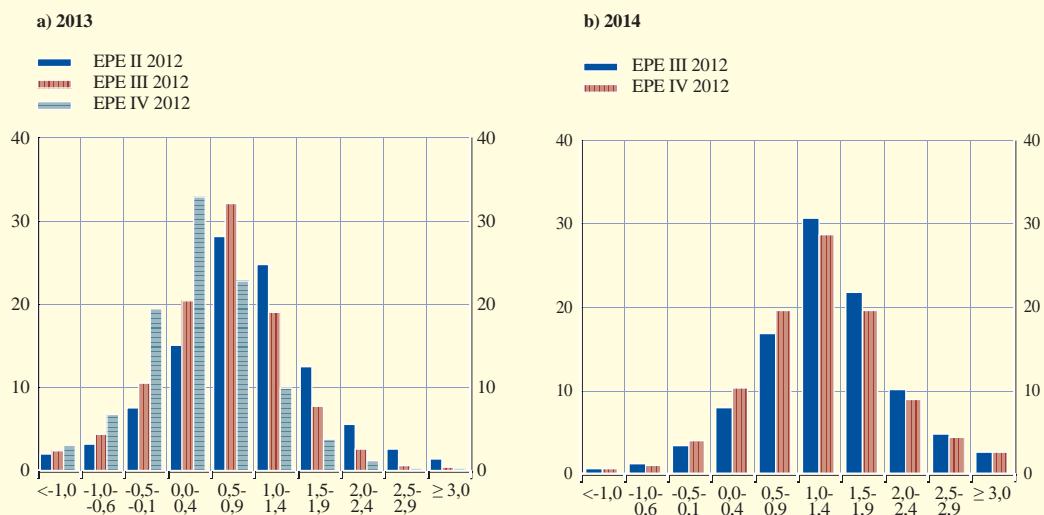
² Para más información sobre las medidas de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

cifran en el 1,3 %, frente al 1,4 % de la encuesta anterior (véase cuadro). Las expectativas para 2012 y 2013 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE en septiembre de 2012, pero se aproximan más al límite inferior para 2012. En comparación con las proyecciones más recientes de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas que recoge la EPE son similares para 2012 y 2014, pero ligeramente más altas para 2013. En opinión de los encuestados, el principal factor determinante de la revisión a la baja para 2012 fue la persistente incertidumbre en la zona del euro, que se ha reflejado también en la debilidad de los indicadores económicos en los meses de verano y principios de otoño. Las contribuciones positivas al crecimiento siguen teniendo su origen en la demanda exterior neta, aunque en menor medida de lo previsto anteriormente, debido a la desaceleración del crecimiento en China y Estados Unidos. Las revisiones a la baja para 2013 y 2014 reflejan la persistencia mayor de la esperada de la incertidumbre, así como el mantenimiento de las medidas de consolidación fiscal asociadas a la crisis de deuda soberana en algunos países de la zona del euro y su impacto negativo sobre el consumo y la inversión.

La distribución de probabilidad agregada para 2012 está mucho más concentrada en torno a resultados relativamente más bajos que en la encuesta anterior, mientras que las distribuciones correspondientes a 2013 y 2014 se han desplazado íntegramente hacia la izquierda (véase gráfico D). Para 2012, los encuestados asignan ahora la probabilidad más alta, un 57 %, al intervalo comprendido entre el -0,5 % y el -0,1 %, en comparación con el 45 % de la encuesta anterior. Para 2013, la probabilidad más alta se asigna al intervalo comprendido entre el 0,0 % y el 0,4 % (33 % frente al 20 % de la EPE anterior). Para 2014, el resultado más probable sigue situándose en el intervalo comprendido entre el 1,0 % y el 1,4 %, aunque la probabilidad asignada a este intervalo se ha reducido ligeramente, hasta el 29 %, desde el 31 % de la EPE anterior. A juicio de los encuestados, se mantienen los riesgos a la baja para el crecimiento del PIB de la zona del euro, derivados, principalmente, del temor a una nueva intensificación de la crisis de deuda soberana. Se estima que el principal riesgo al alza para el escenario de referencia

Gráfico D Distribución de probabilidad agregada de las expectativas de crecimiento medio interanual del PIB real para 2013 y 2014 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.

es que se produzca una recuperación más rápida de lo previsto de la confianza del sector privado tras el anuncio, por parte del BCE, de su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa.

Las expectativas de crecimiento a más largo plazo (para 2017) se mantienen estables en el 1,8 %. Por su parte, la distribución de probabilidad agregada solo ha variado ligeramente con respecto a la encuesta anterior, con una concentración ligeramente más alta en los intervalos comprendidos entre el 1,0 % y el 1,9 %, y una concentración más baja en los correspondientes a las colas.

Aumento de las expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2012, 2013 y 2014

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo se sitúan actualmente en el 11,3 % para 2012, en el 11,6 % para 2013 y en el 11,2 % para 2014 (véase cuadro), lo que supone sendas revisiones al alza de 0,1 puntos porcentuales para 2012, de 0,2 puntos porcentuales para 2013 y de 0,4 puntos porcentuales para 2014, en comparación con la encuesta anterior. A juzgar por los comentarios de los expertos, estas revisiones al alza tienen su origen, principalmente, en una debilidad, mayor que la esperada, de la actividad económica. Los encuestados prevén que la tasa de desempleo toque techo en 2013 y que el posterior descenso se deberá al éxito de las reformas del mercado de trabajo que ya se han emprendido en algunos países. Las previsiones para 2012 se sitúan ligeramente por encima de las de Consensus Economics y las del Barómetro de la Zona del Euro, mientras que las correspondientes a 2013 son algo más bajas. Las expectativas de la EPE para 2014 están en consonancia con las proyecciones más recientes del Barómetro de la Zona del Euro.

Por lo que respecta a la evaluación de los riesgos, se mencionan como principales riesgos al alza un nuevo debilitamiento de la actividad económica y una implementación más lenta de lo previsto de las reformas estructurales en el mercado de trabajo. Al mismo tiempo, se mencionan riesgos a la baja, básicamente en el contexto del horizonte a más largo plazo y se asocian, principalmente, a que las reformas estructurales tengan un mayor impacto en algunos países.

Las expectativas relativas a la tasa de desempleo a más largo plazo (para 2017) muestran, en comparación con la encuesta anterior, un descenso de 0,2 puntos porcentuales, hasta el 9,0 %, y se estima que los riesgos se sitúan a la baja. La distribución de probabilidad agregada también se ha desplazado hacia la izquierda.

Otras variables y supuestos condicionantes

Los supuestos relativos a las variables en que se basan las proyecciones de los encuestados se han revisado en diferentes direcciones. Las expectativas respecto a los precios del petróleo se han revisado al alza, desde el nivel de 102 dólares estadounidenses el barril en el cuarto trimestre de 2012, que figuraba en la encuesta anterior, hasta alrededor de 110 dólares estadounidenses el barril en la EPE actual, lo que refleja un incremento de los precios del petróleo del 7 % desde que se realizó la encuesta anterior. Para 2014, se prevé que dichos precios se sitúen en torno a 113 dólares estadounidenses. En cuanto al crecimiento de la remuneración por asalariado, se prevé que se situará en el 2,0 % en 2012, en el 1,8 % en 2013 y en el 1,9 % en 2014, lo que representa una cifra ligeramente más alta para 2012 y algo más baja para 2014 que la prevista en la encuesta anterior. Las expectativas de crecimiento a largo plazo de la remuneración por asalariado se mantienen sin variación en el 2,4 % para 2017. Según las previsiones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema descenderá hasta el 0,6 % en 2013 y aumentará hasta el 0,8 % en 2014. Por lo que respecta al tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense, se prevé que se mantenga estable en torno a 1,28 dólares por euro hasta 2014.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

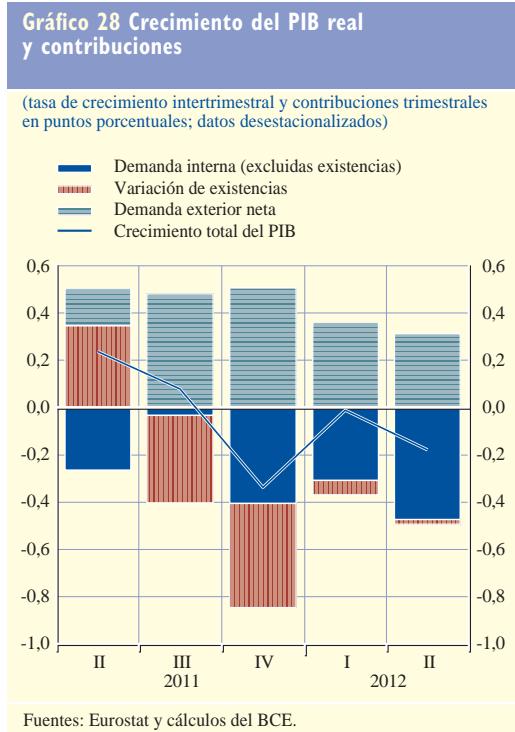
El PIB real de la zona del euro se contrajo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior. Por lo que se refiere al segundo semestre de 2012, los indicadores disponibles continúan apuntando a una débil actividad económica. Aunque las cifras de producción industrial mostraron cierta fortaleza en julio y agosto, los datos de las encuestas más recientes relativos al conjunto de la economía, que abarcan hasta el cuarto trimestre, no indican mejoras para finales de año. De cara al año próximo, se prevé que la dinámica del crecimiento mantenga su debilidad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales siguen respaldando esta dinámica, pero el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la desigual recuperación a escala mundial continuarán frenando el ritmo de la recuperación. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

El PIB real de la zona del euro se contrajo ligeramente en el segundo trimestre de 2012, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior (véase gráfico 28). La contribución de la demanda interna fue negativa, mientras que la demanda exterior neta continuó proporcionando un impulso positivo al crecimiento. La contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB fue nula.

Tras una reducción del 0,2 % en el primer trimestre de 2012, el consumo privado registró un descenso adicional del 0,4 % en el segundo trimestre de este año. Este descenso se debió, principalmente, a la contribución negativa del consumo de bienes al por menor al crecimiento del gasto en consumo, mientras que las contribuciones de las compras de automóviles y del consumo de servicios fueron prácticamente nulas. El consumo ha disminuido durante tres trimestres consecutivos y, a lo largo de ese periodo, ha mostrado una caída acumulada superior al 1 %.

En cuanto al tercer trimestre de 2012, la información sobre el consumo privado pone de manifiesto la persistente debilidad del gasto de los hogares. El volumen de ventas del comercio al por menor aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras una reducción del 0,7 % en el trimestre anterior. Sin embargo, al mismo tiempo, las matriculaciones de automóviles retrocedieron un 6,5 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, después de descender un 0,5 % en el trimestre precedente. Dadas las ponderaciones de las compras de automóviles y del comercio al por menor en el consumo privado de la zona del euro (en torno a un 5 % y un 45 %, respectivamente), esto supone que su contribución conjunta al crecimiento intertrimestral del consumo debería seguir siendo negativa en el tercer trimestre, aunque en menor medida que en el segundo trimestre, cuando su contribución se cifró en torno a -0,3 puntos porcentuales. Los datos de las encuestas relativas al sector minorista muestran la persistente



debilidad del consumo de bienes al por menor en el tercer trimestre, así como en octubre de 2012 (véase gráfico 29). El índice de directores de compras (PMI) del comercio al por menor se elevó entre el segundo y el tercer trimestre, pero se mantuvo claramente por debajo de 50, el umbral teórico de expansión, lo que sigue apuntando a una falta de dinamismo de las ventas. El índice del comercio al por menor para octubre sugiere el mantenimiento de esta frágil dinámica. Además, la confianza de los consumidores de la zona del euro, que disminuyó entre el segundo y el tercer trimestre, permaneció básicamente estable en octubre. Así pues, el índice continúa situándose claramente por debajo de su media de largo plazo, lo que señala una nueva evolución negativa del gasto en consumo. Del mismo modo el indicador de grandes compras esperadas también se sitúa en un nivel muy inferior a su media de largo plazo.

La formación bruta de capital fijo se contrajo un 1,5 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre 2012, tras una caída algo más suave en el trimestre anterior. En cuanto al detalle de la inversión en el segundo trimestre, tanto la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción cayeron a un ritmo similar en términos intertrimestrales.

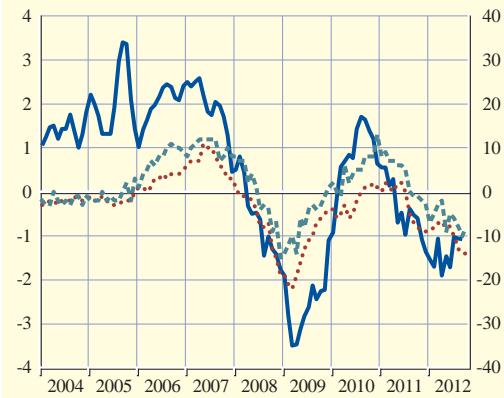
De cara al futuro, la producción industrial de bienes de equipo (un indicador de la inversión futura, excluida la construcción) aumentó un 0,7 % en agosto, tras una subida del 2 % en julio. El nivel medio de la producción de bienes de equipo en estos dos meses se situó aproximadamente un 2 % por encima del nivel del segundo trimestre, en comparación con la tasa intertrimestral del -1,3 % registrada en el segundo trimestre. No obstante, los resultados de las encuestas de opinión relativas a la industria, excluida la construcción, tanto del PMI como de la Comisión Europea, sugieren un nuevo descenso de la inversión en el tercer trimestre de 2012, así como al comienzo del último trimestre del año. Al mismo tiempo, las encuestas de la Comisión indican que la utilización de la capacidad productiva se redujo aún más en el período de tres meses hasta octubre 2012, manteniéndose por debajo de su nivel medio a largo plazo.

Los datos relativos a la inversión en construcción ofrecen señales contradictorias para el tercer trimestre. Por una parte, la producción de la construcción se ha incrementado durante dos meses consecutivos, situándose, en promedio, en julio y en agosto ligeramente por encima del nivel medio del segundo trimestre, cuando aumentó de forma muy moderada. Por otra parte, las encuestas apuntan al mantenimiento de la debilidad en el sector de la construcción. Por ejemplo, el indicador de la Comisión Europea sobre la confianza de la construcción, disponible hasta octubre de 2012, ha seguido cayendo por debajo de su media histórica. Al mismo tiempo, el PMI de la construcción de la zona del euro se mantuvo en un nivel muy inferior a 50 en el tercer trimestre, lo que indica una nueva evolución negativa en ese trimestre. Los resultados de las encuestas de opinión sugieren que la inversión en construcción todavía sigue viéndose afectada por restricciones de financiación y por los ajustes en curso registrados en el mercado de la vivienda en varios países de la zona del euro.

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

(datos mensuales)

— Total ventas del comercio al por menor¹⁾
(escala izquierda)
···· Conf. consumidores²⁾ (escala derecha)
- - - Conf. comercio al por menor²⁾ (escala derecha)



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 fortalecieron en el segundo trimestre de 2012, aumentando las exportaciones y las importaciones un 1,3% y un 0,6%, respectivamente, en tasa intertrimestral. Sin embargo, la información más reciente sugiere que la dinámica tanto de las importaciones como de las exportaciones se debilitó nuevamente en el tercer trimestre. Los flujos comerciales que se registraron en julio y en agosto se situaron, en promedio, por encima de los niveles observados en el segundo trimestre, lo que apunta a un crecimiento positivo pero bastante limitado en el tercer trimestre. En este contexto en el que predomina la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación a escala mundial, los resultados de las encuestas de opinión relativos a las exportaciones de la zona del euro se mantienen en un nivel muy bajo. En octubre, el PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvo básicamente estable en torno a 45, mientras que la encuesta de la Comisión Europea mostró un deterioro adicional de la cartera de pedidos exteriores, frente al nivel medio observado en el tercer trimestre. Se prevé que el crecimiento de la demanda exterior y de las exportaciones de la zona del euro mantenga su debilidad en el último trimestre del 2012. Las perspectivas a corto plazo para las importaciones siguen siendo bastante frágiles, en práctica consonancia con las perspectivas de la actividad económica para la zona del euro.

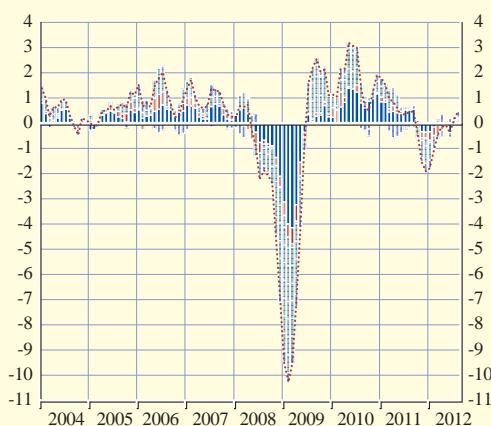
4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

El valor añadido real se redujo un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2012. La actividad en la industria (excluida la construcción), así como en la construcción, se contrajo, mientras que el valor añadido de los servicios se mantuvo estabilizado.

Gráfico 30 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

- Bienes de equipo
- Bienes de consumo
- Bienes intermedios
- Energía
- Total (excluida construcción)

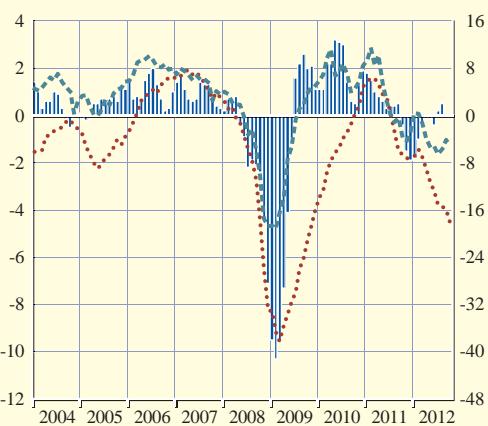


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 31 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción del sector manufacturero

(datos mensuales desestacionalizados)

- Producción industrial¹⁾ (escala izquierda)
- Confianza industrial²⁾ (escala derecha)
- PMI de producción del sector manufacturero³⁾ (escala derecha)



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

Por lo que respecta a la evolución en el tercer trimestre de 2012, la producción industrial (excluida la construcción) experimentó un crecimiento intermensual del 0,6% en agosto, tras el incremento de la misma magnitud observado en el mes anterior. En julio y agosto, la producción se situó, en promedio, en torno a un 1% por encima del nivel alcanzado en el segundo trimestre, lo que representa una mejora con respecto al segundo trimestre, cuando la producción se contrajo un 0,4%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 30). No obstante, indicadores de opinión más recientes presentan un panorama menos optimista. Por ejemplo, el índice PMI de producción de las manufacturas disminuyó nuevamente en el tercer trimestre, es decir, continuó cayendo por debajo de 50, el umbral teórico de expansión. Al mismo tiempo, los resultados de las encuestas de la Comisión Europea indican un aumento de las restricciones a la producción en los tres meses transcurridos hasta octubre 2012, lo que se atribuye principalmente a un empeoramiento de la demanda. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios mejoró ligeramente en el tercer trimestre de 2012, pero se mantuvo claramente por debajo de 50. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, están prácticamente en consonancia con la evolución del PMI. Los resultados de la mayoría de las encuestas relativas a la zona del euro apunta a un deterioro adicional o, como mucho, a una estabilización en octubre (véase gráfico 31).

4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro siguen deteriorándose, y los indicadores de opinión anticipan una nueva evolución negativa en los próximos meses.

El empleo registrado se mantuvo estabilizado entre el primer y el segundo trimestre de 2012, tras tres trimestres de crecimiento negativo (véase cuadro 7). Al mismo tiempo, las horas trabajadas volvieron a caer un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. A nivel sectorial, las últimas cifras muestran que el empleo en la industria se redujo, en términos intertrimestrales, principalmente en la construcción. El empleo en el sector servicios fue más estable entre el primer y el segundo trimestre.

Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

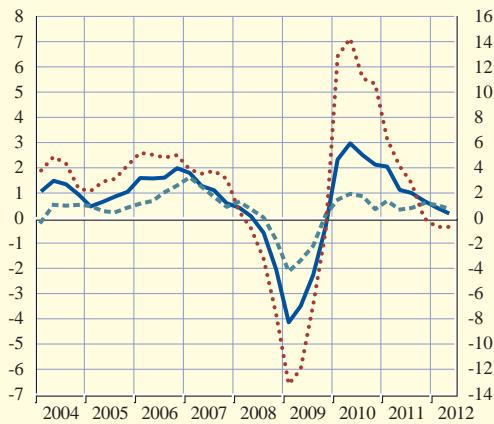
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Gráfico 32 Productividad del trabajo por persona ocupada

(tasas de variación interanual)

- Total economía (escala izquierda)
- Industria (excluida construcción; escala derecha)
- Servicios (escala izquierda)

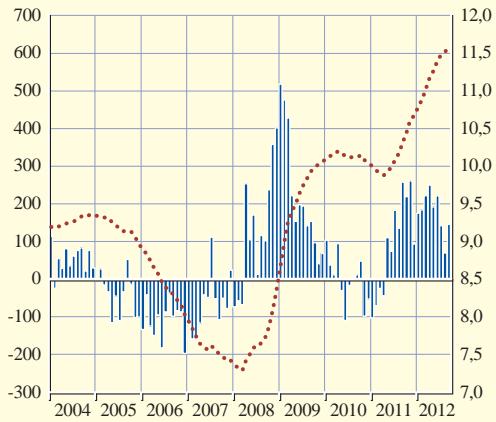


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 33 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)

- Variación intermensual, en miles (escala izquierda)
- Porcentaje de la población activa (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

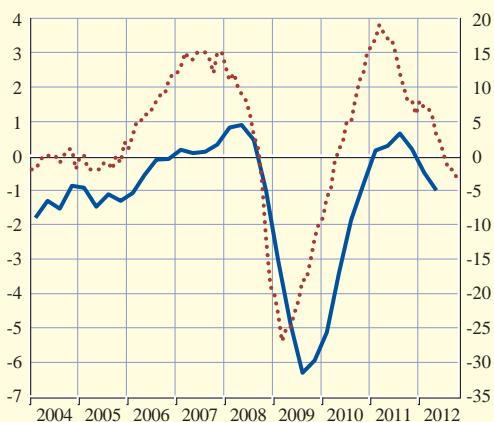
El crecimiento interanual de la productividad del trabajo por persona ocupada siguió retrocediendo, hasta el 0,2% en el segundo trimestre de 2012, en comparación con el 0,4% del trimestre anterior (véase gráfico 32). Durante el mismo período, el crecimiento interanual de la productividad por hora trabajada registró una caída más pronunciada, pasando del 0,7% al 0,3%. En cuanto a lo que resta de año, las

Gráfico 34 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

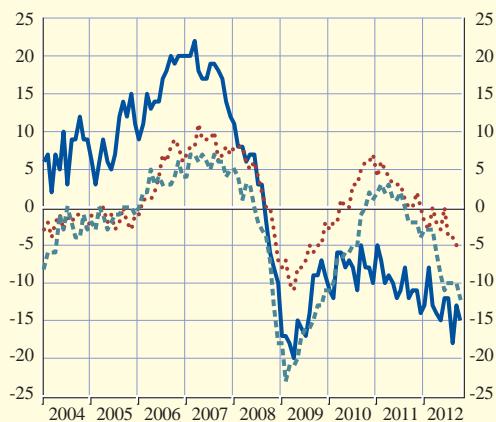
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)

- Crecimiento del empleo en la industria (excluida construcción; escala izquierda)
- Expectativas de creación de empleo en las manufacturas (escala derecha)

- Expectativas de creación de empleo en la construcción
- Expectativas de creación de empleo en el comercio al por menor
- Expectativas de creación de empleo en los servicios



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



últimas observaciones del índice PMI de productividad, que incluye las manufacturas y los servicios, siguen señalando una débil evolución.

La tasa de desempleo ha continuado aumentando y se situó en el 11,6% en septiembre (véase gráfico 33), lo que supone un incremento de 1,3 puntos porcentuales en relación con el año anterior. Los indicadores de opinión apuntan a nuevas pérdidas de empleo tanto en la industria como en los servicios al inicio del cuarto trimestre de 2012 (véase gráfico 34). Además, la tasa de paro esperada para el período comprendido entre 2012 y 2014 se ha revisado al alza en la última encuesta de expertos en previsión económica (véase recuadro 7 de la sección 3).

4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Por lo que se refiere al segundo semestre de 2012, los indicadores disponibles continúan apuntando a una débil actividad económica. Aunque las cifras de producción industrial mostraron cierta fortaleza en julio y agosto, los datos de las encuestas más recientes relativos al conjunto de la economía, que abarcan hasta el cuarto trimestre, no indican mejoras para finales de año. De cara al año próximo, se prevé que la dinámica del crecimiento mantenga su debilidad. Las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales siguen respaldando esta dinámica, pero el necesario proceso de ajuste de los balances en los sectores financiero y no financiero y la desigual recuperación a escala mundial continuarán frenando el ritmo de la recuperación. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO DURANTE LA ÚLTIMA DÉCADA



Este artículo examina la evolución de los diferenciales de inflación en la zona del euro durante la última década y muestra que, hasta 2008, una serie de factores cíclicos y estructurales hicieron posible la aparición y persistencia de diferenciales de inflación; en concreto, una valoración errónea de los riesgos, unas expectativas demasiado optimistas sobre las perspectivas de la renta futura y unas políticas nacionales inadecuadas. Por el contrario, a partir de esa fecha, la evolución de los diferenciales de inflación parece estar relacionada, principalmente, con cambios en las políticas nacionales encaminados a reducir los desequilibrios.

Entender el origen de los diferenciales de inflación es clave en el diseño de la respuesta de política monetaria apropiada para mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Mantener la estabilidad de precios exige salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la zona. En este sentido, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han asegurado, y siguen asegurando, la transmisión de la orientación de la política monetaria del BCE a la economía real de la zona del euro y han evitado que se produzcan ajustes desordenados. Estas medidas se han concebido a fin de preservar los fuertes incentivos necesarios para llevar a cabo ajustes a escala nacional. En el largo plazo, solo puede hacerse frente a la persistencia de los diferenciales de inflación con políticas nacionales.

I INTRODUCCIÓN

Los diferenciales de inflación son un fenómeno habitual en las uniones monetarias. Los países y las regiones pueden estar expuestos a perturbaciones específicas, que afectan a un país o a una región pero no a otro país o región. No obstante, incluso perturbaciones comunes pueden dar lugar a divergencias en las tasas de inflación, dado que los países y las regiones tienden a caracterizarse por estructuras económicas diversas, suelen encontrarse en fases distintas del ciclo económico o aplican políticas nacionales diferentes (por ejemplo, fiscales y salariales), tanto desde una perspectiva de largo plazo como en respuesta a perturbaciones económicas.

Las medidas estadísticas estándar, como las desviaciones típicas, sugieren que la dispersión de la inflación entre los países de la zona del euro ha sido comparable, en general, con la observada entre las distintas regiones de Estados Unidos. Hasta el estallido de la crisis de 2008, los diferenciales de inflación en la zona del euro fueron persistentes, en el sentido de que muchos países mantenían sistemáticamente brechas de inflación positivas o negativas frente a la media de la zona.

El gráfico 1 (panel izquierdo) muestra que durante el período 2002-2008 los países con el mayor

diferencial de inflación medio absoluto frente a la zona del euro eran también los países en los que dichos diferenciales seguían siendo persistentemente positivos o negativos. En muchos casos, esta persistencia reflejaba una evolución insostenible. En el período posterior a 2008 (véase gráfico 1, panel derecho), deja de observarse este patrón sistemático. El proceso de reequilibrio que se ha registrado durante este período ha supuesto que, en algunos países, la tasa de inflación media haya caído por debajo de la media de la zona, mientras que en otros haya crecido por encima de ella. En Alemania y en los Países Bajos, la tasa de inflación se ha situado por debajo de la media de la zona en ambos períodos.

Conocer la magnitud, la persistencia y los determinantes de los diferenciales de inflación es de una importancia crucial para poder valorar adecuadamente la dinámica de la inflación a escala de la zona y diseñar la política monetaria¹. En este contexto, en este artículo se analizan algunos factores fundamentales que han determinado los diferenciales de inflación en la última década, haciendo una distinción entre el período anterior a

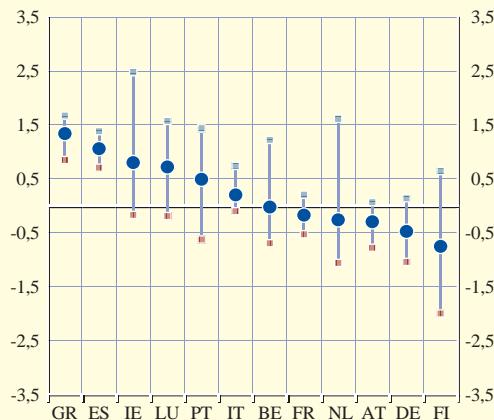
1 Véase P. Angelini, P. Del Giovane, S. Siviero y D. Terlizze, «Monetary Policy Rules for the Euro Area: What Role for National Information?», *Working Papers*, n.º 457, Banca d'Italia, febrero de 2002.

Gráfico I Inflación medida por el IAPC: desviación con respecto a la zona del euro

(puntos porcentuales)

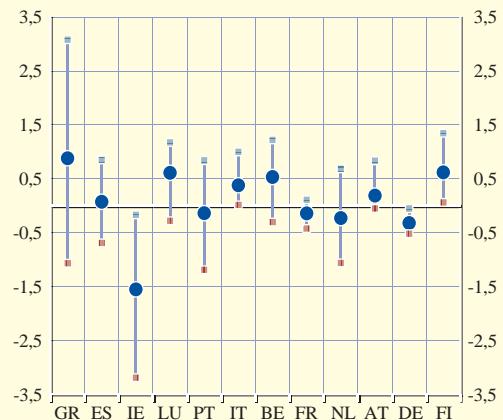
2002-2008

- Media
- Mínima
- Máxima



2008-2012

- Media
- Mínima
- Máxima



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los países se presentan en orden descendente según el diferencial frente a la zona del euro en el período 2002-2008. Para 2012 se han utilizado las previsiones de la Comisión Europea.

2008 y el proceso de reequilibrio en el período posterior a 2008².

El artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se presenta una visión general de los factores que pueden dar lugar a diferenciales de inflación. En las secciones 3 y 4 se examina, respectivamente, la relevancia de tales factores durante el período de «desequilibrio» 2002-2008 y durante el período de «reequilibrio» 2008-2012. La sección 5 concluye con algunas consideraciones de política monetaria.

2 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN: ¿POR QUÉ SE PRODUCEN Y POR QUÉ PERSISTEN?

Hay muchos factores que pueden dar lugar a diferenciales de inflación y hacer que persistan en el tiempo. Una manera posible de diferenciar distintos conjuntos de factores es según el horizonte temporal sobre el que es probable que dejen sentir sus efectos: factores estructurales o a largo plazo, factores cíclicos o a medio plazo y factores transitorios o a corto plazo.

FACTORES ESTRUCTURALES

Varios factores pueden generar diferenciales de inflación persistentes. Un factor destacado es la convergencia de los niveles de precios que es de esperar, hasta cierto punto, al menos en los bienes y servicios comerciables: cuanto más bajo sea el precio de un bien comercializable en un país de la zona del euro dado, mayor será la demanda de este producto y más débil la demanda de sustitutos más caros producidos en otros países de la zona. Este mecanismo de competitividad internacional hace que, en los países «baratos», los precios aumenten con más rapidez y que, en los países «caros», se incrementen más despacio, dando lugar con ello a diferenciales de inflación.

2 Este artículo incluye a todos los países que se integraron en la zona del euro antes de 2007. Para análisis anteriores de este tema, véanse el recuadro titulado «Diferenciales de inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2000; el informe titulado «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», BCE, septiembre de 2003; y el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2005.

Otro mecanismo de convergencia que puede crear, teóricamente, diferencias duraderas en las tasas de inflación de los distintos países es el efecto Balassa-Samuelson³, que puede manifestarse en economías con un crecimiento desigual de la productividad del trabajo en los sectores comercial y no comercial: la competencia internacional entre países, especialmente en un área monetaria, debería garantizar, en teoría, que no se produzcan presiones inflacionistas sustanciales y divergentes en el sector comercial como consecuencia de la ley de precio único. Así, pues, según este enfoque, la productividad del trabajo del sector comercial, que habitualmente es más elevada, se traduce en mayores salarios reales de equilibrio mediante la subida de los salarios nominales. Suponiendo que en un país exista una movilidad laboral perfecta, los salarios nominales más elevados del sector comercial deberían contribuir, entonces, a empujar al alza los salarios nominales del sector no comercial. En consecuencia, si el crecimiento de la productividad laboral fuera menor en el sector no comercial, los precios de dicho sector aumentarían con más rapidez para evitar que el crecimiento de los salarios reales superara el crecimiento de la productividad del trabajo, ejerciendo presiones al alza sobre la inflación.

Los cambios en la estructura de la economía y en la regulación de los mercados de trabajo y de productos pueden dar lugar también a diferenciales de inflación persistentes en un área monetaria. Por ejemplo, una reducción de la protección del empleo o de las prestaciones por desempleo puede ejercer presiones a la baja sobre los salarios y, por lo tanto, generar un diferencial de inflación negativo en relación con otros países, que podría durar un período de tiempo relativamente prolongado. Del mismo modo, la desregulación que aumenta el grado de competencia en los mercados de bienes y servicios puede hacer descender el margen de los precios sobre los costes de las empresas y occasionar con ello un diferencial de inflación negativo en relación con otros países. La aparición de diferenciales de inflación puede reflejar, por consiguiente, no solo una evolución adversa de los países con una inflación más alta, sino también una evolución favorable de los países con una inflación más baja.

Los diferenciales de inflación pueden surgir, asimismo, porque las estructuras económicas son diferentes: si los salarios y/o los precios se ajustan con distintos grados de flexibilidad en el período posterior a una perturbación (por ejemplo, un aumento de los precios del petróleo), pueden persistir diferenciales de inflación entre los países⁴.

FACTORES CÍCLICOS

Los diferenciales de inflación en una unión monetaria también pueden aparecer si los ciclos económicos de los países no están sincronizados o sus escalas son muy diferentes: normalmente se espera que los países con economías en plena expansión, debido, por ejemplo, a burbujas del precio de los activos o a políticas fiscales expansivas insostenibles, registren una inflación más elevada que los países cuyas economías crecen por debajo del potencial.

El grado de persistencia de estos diferenciales de inflación «cíclicos» depende claramente, entre otros aspectos, de la velocidad a la que los canales de competitividad cumplen su papel equilibrador. Si el canal de competitividad actúa con mucha rapidez, las condiciones cíclicas volverán a alinearse con la media de la zona del euro con relativa celeridad.

Por el contrario, una posible fuente de persistencia de los diferenciales de inflación podría provenir del funcionamiento procíclico del canal de «tipos de interés reales». En la medida en que las expectativas de inflación a escala nacional se vean afectadas por las condiciones cíclicas del país y, por lo tanto, respondan con fuerza al historial de inflación de dicho país, el tipo de interés real *ex ante* será más reducido en un país que esté experimentando un período de expansión prolongado. Como resultado, la demanda interna se verá impulsada aún más y los diferenciales de inflación podrían durar más que en otra situación distinta.

3 Para consultar la evidencia del efecto Balassa-Samuelson en los primeros años de la UEM, véase M. Wagner, «The Balassa-Samuelson Effect in “East & West”. Differences and Similarities», *Economics Series*, n.º 180, Institute for Advanced Studies, diciembre de 2005.

4 Véase, por ejemplo, S. A. Fahr y F. Smets, «Downward Wage Rigidities and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union», *Scandinavian Journal of Economics*, n.º 112, 2010, pp. 812-840.

FACTORES TRANSITORIOS

También hay fuentes de diferenciales de inflación que tienden a ser de corta duración. Una de ellas es, por ejemplo, el efecto distinto que las perturbaciones de precios de las materias primas pueden tener sobre los niveles de precios de los diferentes países. Este efecto desaparece de las tasas de inflación interanuales al cabo de un año. Los efectos de corta duración pueden estar relacionados, asimismo, con cambios en los precios administrados y en los impuestos indirectos (por ejemplo, los tipos del impuesto sobre el valor añadido) distintos de un país a otro. El que los diferenciales de inflación causados por tales factores persistan en horizontes de medio plazo depende de la prevalencia de los denominados efectos de segunda vuelta, es decir, la me-

dida en que perturbaciones de carácter transitorio sobre la inflación tengan efectos adversos sobre los salarios y los precios en etapas posteriores y propicien cambios en las expectativas de inflación.

3 FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2002-2008

En esta sección se analizan algunos de los principales factores que contribuyeron a la aparición y persistencia de diferenciales de inflación en la zona del euro en el período 2002-2008. Debido a la multitud de factores que pueden existir en un momento dado, el análisis es necesariamente selectivo. El recuadro 1 examina cómo la relevancia de los factores puede determinarse con la ayuda de un modelo econométrico.

Recuadro 1

IDENTIFICACIÓN DE LOS FACTORES CLAVE DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO DURANTE EL PERÍODO 2002-2008

Los diferenciales de inflación entre un Estados miembro y la zona del euro en su conjunto pueden deberse a muchos factores, y es probable que el conjunto concreto de factores difiera de un Estado miembro a otro. Al mismo tiempo, es importante saber cuáles de estos factores son más comunes y, por lo tanto, más accesibles inmediatamente para formular consideraciones de política monetaria a escala de la zona. En este recuadro se describen algunos resultados empíricos relativos a la identificación de factores clave comunes a los Estados miembros que han determinado los diferenciales de inflación de la zona del euro en el período anterior a la crisis de 2008.

El enfoque empírico se basa en un modelo dinámico de datos de panel estimado con datos anuales para 11 países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia) durante el período 2002-2008. La especificación estimada es:¹

$$\pi_{it} = -0,05 \times \text{precio}_{it-1} + 0,71 \times E\pi_{it+1} + 0,21 \times \text{brechadeproducción}_{it} + 0,18 \times \text{primaderiesgo}_{it} + 0,18 \times \text{precioadministrado}_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

donde π_{it} representa la tasa de inflación del país i en el año t , precio_{it-1} es el nivel de precios retardado en el país i , $E\pi_{it+1}$ es la previsión de inflación de Consensus Economics para el siguiente año natural procedente de la encuesta de diciembre, $\text{brechadeproducción}_{it}$ representa el componente cíclico del PIB (extraído mediante el filtro Hodrick-Prescott con datos desde el inicio de la serie temporal del PIB anual de Eurostat), $\text{primaderiesgo}_{it}$ expresa la distancia entre la prima de riesgo del país (la diferencia entre los tipos de interés de la deuda pública a diez años y los tipos del bono alemán

1 El método de estimación es el Método Generalizado de Momentos en dos etapas (véase R. Blundell y S. R. Bond, «Initial Conditions and Moments Restrictions in Dynamic Panel Data Models», *Journal of Econometrics*, n.º 87, 1998, pp. 115-143).

a diez años) y su tendencia a largo plazo (extraída mediante el filtro Hodrick-Prescott con datos desde 1993) y $precio_{it}$ es la tasa de inflación de los precios administrados publicada por Eurostat. Todas las variables están incluidas como desviaciones con respecto a las medias de la zona del euro. El término α_i capta los efectos fijos del país, en tanto que ε_{it} es el término de error.

El modelo es capaz de aproximar el patrón de los diferenciales de inflación en la zona del euro a nivel de países (véase gráfico). Se observa un impacto negativo significativo de las diferencias en los niveles de precios (es decir, los países con unos niveles de precios relativos más bajos experimentaron diferenciales de inflación positivos), si bien la magnitud de este impacto negativo es relativamente reducida,

Diferenciales de inflación observados en la zona del euro y diferenciales sugeridos por el modelo econométrico

(puntos porcentuales)

— Observados
····· Sugeridos por el modelo econométrico

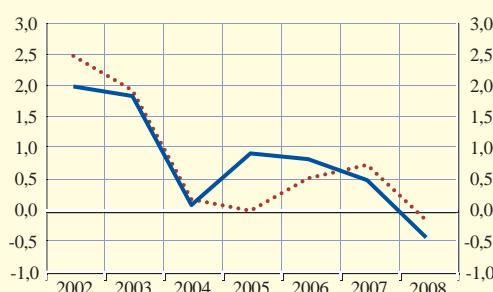
Bélgica



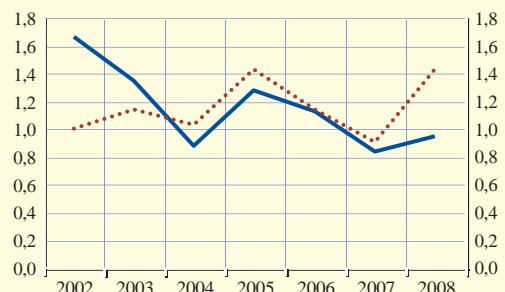
Alemania



Irlanda



Grecia



España



Francia



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Diferenciales de inflación observados en la zona del euro y diferenciales sugeridos por el modelo econométrico (cont.)

(puntos porcentuales)

— Observados
····· Sugeridos por el modelo econométrico

Italia



Paises Bajos



Austria



Portugal



Finlandia



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

lo que sugiere que los precios nacionales convergieron hacia los niveles de la zona del euro a un ritmo bastante lento. En lo que se refiere a las variables cíclicas, los resultados apuntan a un impacto positivo de las expectativas de inflación a corto plazo y de la brecha de producción (aunque esta última no es estadísticamente significativa), lo que indica que el ciclo económico ha tenido efectos significativos sobre los diferenciales de inflación durante el período 2002-2008. El coeficiente de la variable prima de riesgo no es estadísticamente significativo, lo que sugiere que el efecto de esta variable sobre los diferenciales de inflación puede transmitirse a través de las variables cíclicas y del efecto fijo de país. Por último, se constata un coeficiente significativamente positivo para los precios administrados, y su magnitud es coherente con la importancia relativa del conjunto de bienes y servicios con precios administrados de la cesta del IAPC.

El modelo empírico contrastó la importancia de muchos otros determinantes potenciales de los diferenciales de inflación, pero observó que su contribución no era estadísticamente significativa a nivel de la zona del euro². Este resultado sugiere que, si bien algunas de estas variables pueden ser importantes a nivel de país, no son significativas a escala de la zona del euro. Sin embargo, este hecho podría deberse a relaciones más complejas entre estas variables y los diferenciales de inflación (por ejemplo, efectos no lineales o no contemporáneos), o a que sus efectos se transmiten principalmente a través de otra variable correlacionada. Así pues, conviene ser cautos a la hora de interpretar estos resultados, ya que es difícil modelizar todas las posibles interacciones de las variables mencionadas y encontrar todas las relaciones casuales teóricas confirmadas por los datos. Por consiguiente, un análisis de los diferenciales de inflación en la zona del euro debería examinar también un conjunto más amplio de factores y no solo las variables significativas encontradas en el análisis empírico.

2 La lista de variables adicionales incluye variaciones en el índice de legislación de protección del empleo de la OCDE, cambios en las prestaciones por desempleo, variaciones en el índice de legislación de los mercados de productos de la OCDE, cambios en el índice de barreras a la competencia en el mercado de servicios de la OCDE, el componente cíclico de la participación de las rentas del trabajo de la OCDE, los déficits públicos ajustados de ciclo (en porcentaje del PIB) y cambios en los tipos del IVA (reducido y estándar). Todas las variables se construyen como desviaciones con respecto a las medias de la zona del euro.

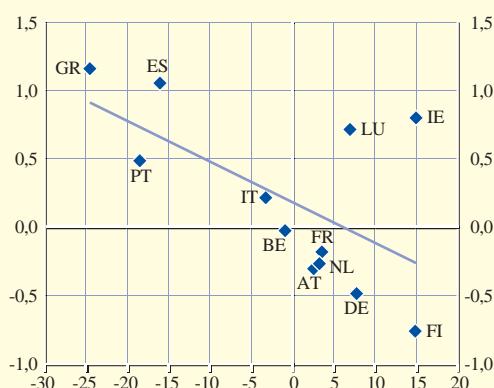
CONVERGENCIA DE LOS NIVELES DE PRECIOS

En los primeros años de la UEM, los diferenciales de inflación estuvieron asociados principalmente al proceso de convergencia nominal de los países inmersos en dicho proceso. Estos efectos de convergencia, que funcionaban a través de los precios, se volvieron menos importantes después de los años iniciales, pero aún son visibles.

Gráfico 2 Diferenciales medios de inflación interanual desde 2002 hasta 2008 y brechas de niveles de precios en 2002

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: brechas de niveles de precios
Eje de ordenadas: diferenciales de inflación



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La línea azul pálida representa la regresión lineal entre las dos variables.

El gráfico 2 muestra la relación entre los diferenciales medios de inflación interanual de los distintos países desde 2002 a 2008 y la brecha de precios entre cada país y la zona del euro en 2002. La pendiente negativa de esa relación es coherente con cierto grado de convergencia de los niveles de precios en la zona del euro: los países cuyo nivel de precios era relativamente bajo han registrado tasas de inflación relativamente más altas, como es el caso, por ejemplo, de Grecia, España y Portugal. Luxemburgo e Irlanda son los dos únicos países en los que se observó un diferencial medio de inflación positivo partiendo de un nivel de precios superior a la media de la zona del euro en 2002⁵.

CICLO ECONÓMICO Y FACTORES CÍCLICOS

Los ciclos económicos de los países de la zona del euro antes de que estallara la crisis de 2008 incluían algunos países que experimentaban una expansión insostenible (por ejemplo, Irlanda, Grecia y España), mientras que en otros países el crecimiento económico era relativamente débil y más

5 Sin embargo, no debe esperarse la plena convergencia del nivel de precios en la zona del euro, ya que muchos bienes y servicios no son perfectamente comerciables. Por ejemplo, el mercado de servicios sigue caracterizándose por barreras significativas a la competencia, en cuyo caso su precio no se igualaría entre fronteras, sino que seguiría vinculado en el largo plazo a los niveles de la renta real de la población de cada país (véase M. Andersson, K. Masuch y M. Schifflbauer, «Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries», *Working Paper Series*, n.º 1129, BCE, diciembre de 2009).

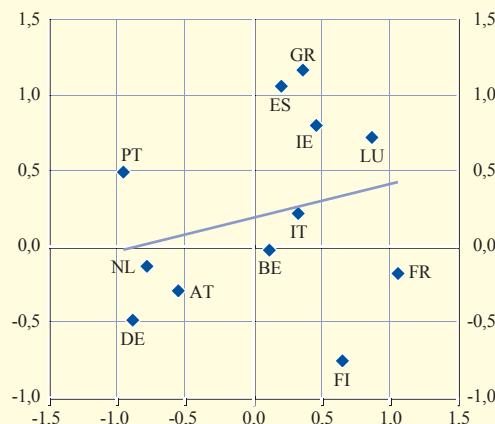
lento. Tales diferencias cíclicas pueden reflejar, en parte, los considerables cambios en los tipos de interés reales observados en algunos países a finales de la década de los noventa, siendo los países periféricos los que registraron unas caídas más significativas.

Los indicadores de la posición cíclica de un país utilizados habitualmente son la brecha de producción (la expansión económica se asocia con frecuencia a que el producto aumenta por encima de su potencial), los costes laborales (los salarios tienden a crecer más cuando hay poco paro) y las expectativas de inflación (la tasa de inflación tiende a ser más alta cuando la demanda es elevada). La brecha de producción suele emplearse para aproximar las presiones sobre los costes a lo largo del ciclo económico. Los países con un PIB real por encima del PIB potencial experimentarían, *ceteris paribus*, aumentos de costes y de precios más rápidos que otros países con un producto inferior al potencial⁶. Sin embargo, las estimaciones de la brecha de producción suelen estar sometidas a un grado significativo de incertidumbre, por lo que sería conveniente utilizarlas con cautela.

Gráfico 3 Diferenciales medios de inflación interanual y diferenciales medios de las brechas de producción desde 2002 hasta 2008

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: diferenciales de las brechas de producción
Eje de ordenadas: diferenciales de inflación



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

El gráfico 3 muestra la relación entre los diferenciales medios de inflación interanual de los distintos países y los diferenciales de las brechas medias de producción en relación con la media de la zona del euro durante el período 2002-2008. Los datos sugieren que las distintas posiciones cíclicas han sido, probablemente, las que han sostenido los diferenciales de inflación en el conjunto de la zona del euro. La pujante expansión económica en muchos países (por ejemplo, Irlanda, Grecia, España y Luxemburgo) estuvo acompañada de diferenciales de inflación positivos, mientras que las brechas de producción negativas en otros Estados miembros (por ejemplo, Alemania, Países Bajos y Austria) estuvieron asociadas a diferenciales de inflación más reducidos e incluso negativos.

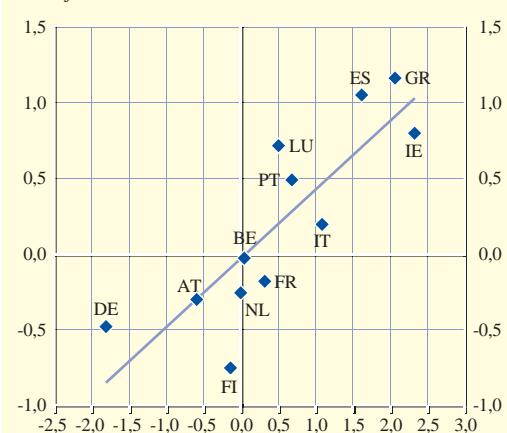
Un segundo indicador de utilidad de la posición cíclica de un país es la tasa de crecimiento de los costes

6 El enfoque estándar para la determinación de la inflación a la frecuencia del ciclo económico es la curva de Phillips neokaynesiana. En este enfoque, la inflación se ve afectada principalmente por dos determinantes: los costes de las empresas y las expectativas de inflación. Véase, por ejemplo, J. Gali y M. Gertler, «Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis», *Journal of Monetary Economics*, n.º 44, 1999, pp. 195-222.

Gráfico 4 Diferenciales medios de inflación interanual medida por el IAPC y diferenciales de la tasa de crecimiento media de los costes laborales unitarios nominales desde 2002 hasta 2008

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: diferenciales de la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios
Eje de ordenadas: diferenciales de inflación



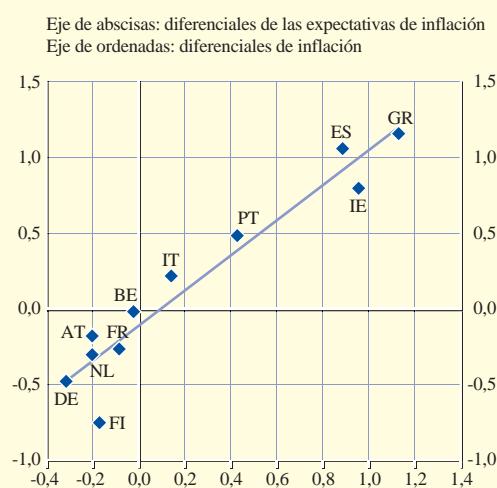
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

laborales unitarios. Como se muestra en el gráfico 4, es evidente que las diferencias entre los distintos países de la zona del euro en relación con la evolución de los costes laborales unitarios han estado asociadas positivamente a diferencias en las tasas de inflación medidas por el IAPC durante el mismo período. Ello sugiere que los países que experimentaron un período de pujante expansión económica registraron incrementos de costes y de precios más significativos que el resto de la zona del euro (véase el recuadro 2 para una descomposición de las presiones de los costes internos en los países de la zona).

Los diferenciales de inflación pueden estar correlacionados, asimismo, con un tercer indicador del ciclo económico, las expectativas de inflación, debido a los efectos del canal de tipos de interés reales (véase la sección 2). Si, *ceteris paribus*, unas expectativas de inflación relativamente elevadas reducen el coste real del endeudamiento para los hogares y las empresas, un consumo y una inversión más elevadas podrían provocar un auge transitorio de la actividad económica y presiones inflacionistas al alza.

Gráfico 5 Diferenciales medios de inflación interanual y diferenciales medios de las expectativas de inflación a corto plazo desde 2002 hasta 2008

(puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas de inflación corresponden al siguiente año natural y se obtienen de los números de Consensus Economics de enero. Consensus Economics no facilita información sobre las expectativas de inflación en Luxemburgo. La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

El gráfico 5 muestra los diferenciales de inflación y de las expectativas de inflación a un año vista y muestra que estos últimos parecen estar altamente correlacionados con los primeros.

El principal determinante que subyace a las diferencias en las posiciones cíclicas podría guardar relación con unas primas de riesgo excesivamente bajas, definidas aquí como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el del bono alemán a diez años. El paso a la tercera fase de la UEM dio lugar a unos tipos de interés muy bajos en una serie de países en los que la inflación y los tipos de interés nominales se habían situado sistemáticamente por encima de la media de la zona del euro antes de 1999. La reducción de los costes financieros y un mayor grado de integración con los mercados de capitales del resto de la zona del euro puede haber contribuido a este resultado, pero la mayor parte de este efecto provino de la creencia de los mercados de que el riesgo-país era casi el mismo para todos los emisores soberanos que habían experimentado el proceso de convergencia y que participaban en la tercera fase de la UEM⁷.

En varios países, los hogares y las empresas aprovecharon la oportunidad que les brindaban los bajos tipos de interés para endeudarse a costes favorables. Así pues, el consumo y la inversión aumentaron en dichos países, respaldando el crecimiento de la demanda y del producto agregados, e impulsando la inflación de los precios de consumo y del precio de los activos. En algunos de ellos, la acusada subida de los precios de la vivienda estimuló aún más la demanda interna y de ese modo presionó adicionalmente al alza la inflación de precios de consumo⁸.

Cada rombo del gráfico 6 muestra en el eje vertical el diferencial de inflación medio de un Estado miembro correspondiente al período 2002-2008. En el eje horizontal, cada rombo representa la distancia

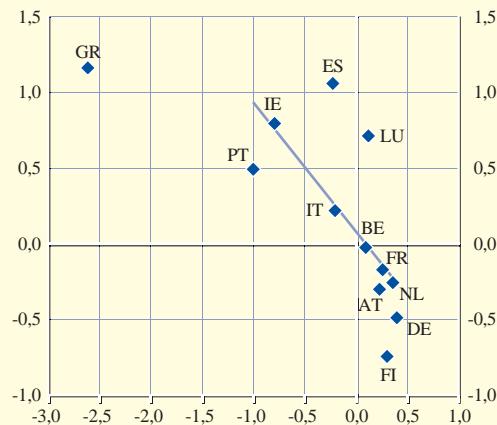
7 Véase G. Fagan y V. Gaspar, «Adjusting to the euro», *Working Paper Series*, n.º 716, BCE, enero de 2007.

8 Este efecto cíclico puede haber reforzado la convergencia de los niveles de precios en los países cuyo nivel de precios era más bajo que el de la media de la zona del euro en 2002 y que luego experimentaron una pronunciada expansión económica en el período 2002-2008. También puede ayudar a explicar por qué los precios en Irlanda siguieron subiendo por encima de la media de la zona del euro.

Gráfico 6 Diferenciales medios de inflación interanual y diferenciales de la distancia media entre la prima de riesgo de los países y su tendencia a largo plazo desde 2002 hasta 2008

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: diferenciales de la distancia entre las primas de riesgo y la tendencia
Eje de ordenadas: diferenciales de inflación



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La prima de riesgo se define como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el del bono alemán a diez años. Se utiliza el filtro Hodrick-Prescott para extraer la tendencia a largo plazo de cada serie temporal de primas de riesgo de los países durante el período 1993-2011. La línea azul pálida representa la regresión lineal entre las dos variables.

media entre la prima de riesgo del país y su tendencia a largo plazo menos la distancia media entre la prima de riesgo de la zona del euro y su tendencia de largo plazo⁹. Por consiguiente, los valores negativos del eje horizontal implican que la prima de riesgo de los países estaba muy por debajo de su tendencia a largo plazo en relación con la zona del euro en su conjunto. El gráfico muestra una relación negativa entre estas dos variables: los países cuya prima de riesgo estaba muy por debajo de su tendencia a largo plazo experimentaron un auge de la demanda interna más pronunciado, que propició la aparición de diferenciales de inflación positivos. Esto parece ser lo que ocurrió especialmente en Grecia, pero también en Irlanda y Portugal y, en menor medida, España.

LA INFLUENCIA DE OTROS FACTORES

A la hora de explicar los diferenciales de inflación de la zona del euro en el período 2002-2008, la evidencia que se presenta en esta sección sugiere

que es probable que las diferentes posiciones cíclicas hayan influido en ellas. Las influencias a largo plazo, como la convergencia de los niveles de precios, también han contribuido. No obstante, esto no significa que otros factores no hayan sido relevantes durante este período, especialmente en los distintos países. Es posible que las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos hayan favorecido diferenciales de inflación negativos en Alemania, los Países Bajos y Austria, mientras que reformas relativamente más tímidas pueden ayudar a explicar la existencia de niveles de inflación más elevados en países tales como Grecia, España y Portugal. Las rigideces en los salarios reales pueden haber contribuido a la persistencia de los diferenciales de inflación en Bélgica, España y Luxemburgo debido a las cláusulas de indicación salarial.

Los posiciones fiscales ajustadas de ciclo más elevadas en relación con la zona del euro se han visto acompañadas de diferenciales de inflación negativos en Bélgica, Alemania (después de 2004), los Países Bajos, Austria y Finlandia, mientras que los déficits fiscales ajustados de ciclo superiores a la media pueden haber contribuido a diferenciales de inflación positivos, sobre todo en Grecia y, en menor medida, Portugal.

En el período 2002-2008, también se pudo observar el impacto de los distintos cambios registrados en los precios administrados de los países de la zona del euro sobre los diferenciales de inflación a corto plazo. Los países que habían subido los precios administrados significativamente más rápido que los demás (por ejemplo, Irlanda, Luxemburgo y Portugal) experimentaron diferenciales de inflación positivos con respecto a la zona del euro.

Por último, los cambios en los impuestos indirectos podrían ayudar también a explicar algunos diferenciales de inflación de carácter temporal. En

9 La prima de riesgo de la zona del euro se calcula como media ponderada de las primas de riesgo específicas de cada país, siendo las ponderaciones iguales a las ponderaciones del IAPC que varían en el tiempo. Se utiliza el filtro Hodrick Prescott para obtener la tendencia a largo plazo de cada serie temporal de primas de riesgo durante el período 1993-2011 ($\lambda=1400$). Estas estimaciones de la tendencia a largo plazo de las primas de riesgo tienen un nivel significativo de incertidumbre, por lo que conviene tratarlas con cautela.

Alemania, por ejemplo, el Gobierno aumentó considerablemente los impuestos indirectos en 2007, y los diferenciales de inflación del país, que habían sido tradicionalmente negativos, pasaron a ser ligeramente positivos en ese año. En 2008, sus diferenciales de inflación volvieron a ser negativos por la influencia de los factores más persistentes descritos anteriormente.

4 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN DESPUÉS DE 2008: EL PAPEL DEL REEQUILIBRIO

Desde 2008, en los países que habían acumulado previamente importantes desequilibrios macroeconómicos y diferenciales de inflación positivos frente a la zona del euro está en marcha un proceso de ajuste que ha provocado la adopción de importantes reformas de carácter fiscal, financiero y estructural. Este proceso de reequilibrio no ha logrado todavía que la inflación sea más baja que la media de la zona en todos los países que tenían previamente una inflación elevada (véase gráfico 2). De hecho, las esperadas presiones a la baja sobre la inflación derivadas del acusado ajuste a la baja de la demanda interna y de un aumento de la tasa de paro han sido contrarrestadas, en algunos casos, por las medidas de consolidación fiscal a través de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados. En otros casos, las rigidices salariales nominales a la baja han limitado el ajuste de la competitividad, impidiendo con ello una reducción significativa de las presiones inflacionistas internas. Al mismo tiempo, en los países que no han resultado afectados por el proceso de ajuste, han prevalecido las presiones inflacionistas al alza en vista de las condiciones cíclicas relativamente más favorables, que posiblemente se vieron reforzadas por el funcionamiento del canal de tipos de interés reales, dado que los tipos de interés nominales cayeron hasta mínimos históricos y las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas.

En esta sección se analizan los diferentes factores macroeconómicos y estructurales que han contribuido a la reducción de los diferenciales de inflación en los distintos países de la zona del euro a partir de 2008, o que han actuado en contra.

EL PAPEL DE LAS MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

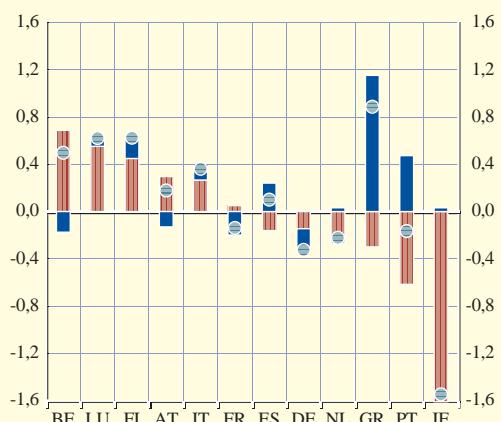
Al contrario que en el período 2002-2008, el impacto de los impuestos indirectos desempeñó un papel fundamental a la hora de explicar los diferenciales de inflación en los países de la zona del euro entre 2008 y 2012. El gráfico 7 muestra el impacto impositivo medio sobre la inflación medida por el IAPC en el período 2008-2012 en los distintos países como desviación con respecto a la zona del euro. Este impacto afectó considerablemente en los últimos años¹⁰ al diferencial de inflación de Grecia, España y Portugal y, en menor medida, de Italia y Finlandia. Es probable que los impuestos indirectos sigan siendo un elemento principal de las políticas presupuestarias de los Gobiernos, tanto en lo que se refiere a la consolidación

10 En el caso de Irlanda, no se dispone del IAPC a tipo impositivo constante. El impacto impositivo se ha aproximado mediante la diferencia entre el deflactor del PIB a precios de mercado y el deflactor del PIB a coste de los factores.

Gráfico 7 Inflación medida por el IAPC desagregada por tipo impositivo constante e impacto impositivo (media entre 2008 y 2012): desviación con respecto a la zona del euro

(puntos porcentuales)

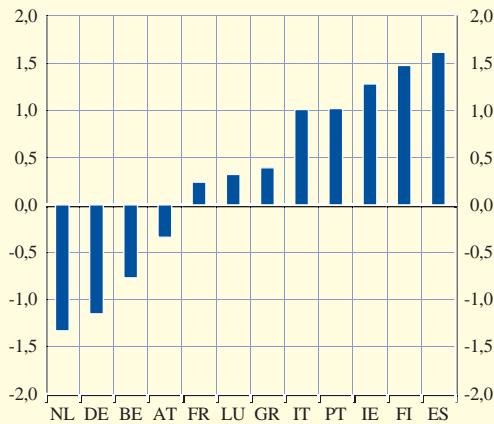
■ Impacto impositivo
■ IAPC a tipo impositivo constante
● IAPC general



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Nota: El IAPC a tipo impositivo constante excluye el posible impacto de los cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación general. Se construye suponiendo la transmisión instantánea de las variaciones del tipo impositivo al precio pagado por el consumidor. Los países se presentan en orden descendente según el IAPC a tipo impositivo constante. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2012.

Gráfico 8 Cambios medios en los precios administrados entre 2008 y 2012: desviación con respecto a la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se presentan en orden ascendente según los cambios en los precios administrados. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2012.

fiscal necesaria en muchos países como a la tendencia general a reequilibrar la carga fiscal, desde los impuestos directos a los indirectos, a fin de reducir los costes laborales y el sesgo impositivo contrario al ahorro¹¹.

Las políticas públicas han venido afectando también a los precios relativos a través de los precios administrados. A la luz de la evidencia presentada en la sección 3, este es un factor que ha sido relevante tanto antes como después de 2008. El gráfico 8 muestra que, entre 2008 y 2012, el aumento de los precios administrados en Irlanda, España, Italia, Portugal y Finlandia ha superado la media de la zona del euro por un amplio margen. En cambio, ha sido significativamente inferior a la media de la zona del euro en Bélgica, Alemania y los Países Bajos.

EL PAPEL DEL AJUSTE DE LA COMPETITIVIDAD

En contraposición con las medidas públicas anteriores, la evolución relativa de los costes laborales unitarios nominales ha sido un factor clave en el reequilibrio de los diferenciales de inflación, al tratar los países de mejorar la competitividad¹².

El gráfico 9 muestra que la correlación entre la inflación a tipos impositivos constantes y el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido relativamente estrecha desde 2008. Así pues, los países que comenzaron a corregir el crecimiento previamente elevado de los costes laborales unitarios experimentaron al mismo tiempo tasas de inflación más bajas (comparadas con la media de la zona del euro). En cambio, los países con necesidades limitadas o nulas de llevar a cabo ajustes registraron en la mayoría de los casos un crecimiento de los costes laborales unitarios más elevado que en la zona del euro en su conjunto y tasas de inflación superiores a la media. No obstante, la significativa corrección de los costes laborales unitarios observada en los países que estaban llevando a cabo el ajuste no se ha traducido totalmente en una reducción de la inflación a escala nacional, debido en parte a la resistencia de los márgenes de beneficio (recuadro 2).

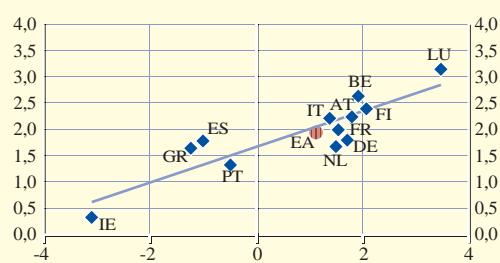
11 Véase el recuadro titulado «Devaluación fiscal: una herramienta de ajuste económico», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011. Véase también Å. Johansson et al. «Taxation and Economic Growth», *OECD Economic Department Working Papers*, n.º 620, OCDE, 2008, que constata que el IVA y los impuestos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

12 Véase el artículo titulado «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008.

Gráfico 9 Inflación medida por el IAPC a tipos impositivos constantes y crecimiento de los costes laborales unitarios (media para el período 2002-2008)

(tasas de variación)

Eje de abscisas: costes laborales unitarios; $R^2 = 0,79$
Eje de ordenadas: IAPC a tipo impositivo constante



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: La línea azul pálida representa la regresión lineal entre las dos variables.

Recuadro 2

CONTABILIDAD DE LA INFLACIÓN EN LOS PERÍODOS 2002-2008 Y 2008-2012

En este recuadro se presentan los resultados de un ejercicio de contabilidad de la inflación, que analiza los determinantes principales de los diferenciales de inflación de la zona del euro. El ejercicio descompone las variaciones del deflactor del PIB en contribuciones procedentes de los salarios, los beneficios (medidos por el excedente bruto de explotación) y los impuestos indirectos (netos de subsidios), todos ellos medidos por unidad de producto. En los períodos 2002-2008 y 2008-2012, las principales contribuciones al diferencial entre los distintos países provienen de los costes laborales unitarios (CLU) y del excedente bruto de explotación. Sin embargo, se observa que en el segundo período la contribución de los impuestos indirectos netos al diferencial de inflación ha aumentado significativamente.

Hay que destacar que en Alemania y Finlandia la evolución de los CLU y del excedente bruto de explotación, en ambos casos por debajo de la media, contribuyó a los diferenciales de inflación negativos, en términos de deflactor del PIB, en relación con la media de la zona del euro entre 2002 y 2008. En el segundo período, sin embargo, la dinámica de los CLU se ha fortalecido en relación con la zona del euro en ambos países.

Entre los cuatro países con diferenciales de inflación más elevados en el primer período, la brecha positiva de España y Grecia fue consecuencia de un crecimiento dinámico tanto de los CLU como del excedente bruto de explotación, mientras que la brecha de Irlanda y Portugal se debió solamente a la evolución de los CLU. En el segundo período, puede observarse una inversión de la dinámica del deflactor del PIB en los cuatro países, especialmente en Irlanda. Cabe mencionar que, en el segundo período, la contribución de los beneficios al deflactor del PIB fue muy elevada en relación con la zona del euro en Grecia, España y Portugal, lo que mitigó los ajustes logrados en términos de costes laborales.

Cuadro A Resultados del ejercicio de contabilidad de la inflación para el período 2002-2008

(puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)

	Deflactor del PIB				Costes laborales unitarios		
	Tasa de variación total	Contribuciones al cambio			Tasa de variación total	Contribuciones al cambio	
		Costes laborales unitarios	Excedente bruto de explotación	Impuestos indirectos netos		Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo inversa
	I=2+3+4	2	3	4	5=6+7	6	7
Zona del euro	2,1	0,7	1,0	0,3	1,2	2,2	-1,0
Desviación de la media de la zona del euro							
Bélgica	0,0	-0,7	0,9	-0,2	0,5	0,4	0,1
Alemania	-1,3	-1,1	-0,2	0,0	-1,8	-1,4	-0,4
Irlanda	0,2	0,9	-1,2	0,1	2,2	3,1	-0,9
Grecia	1,3	0,9	0,3	0,0	2,1	2,9	-1,1
España	1,6	0,9	0,8	0,0	1,6	1,1	0,5
Francia	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,3	0,6	-0,3
Italia	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,0	-0,1	1,1
Países Bajos	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,8	-0,8
Austria	-0,4	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,6
Portugal	0,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,7	0,0
Finlandia	-0,8	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	0,9	-0,9

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Cuadro B Resultados del ejercicio de contabilidad de la inflación para el período 2008-2012

(puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)

	Deflactor del PIB				Costes laborales unitarios		
	Tasa de variación total	Contribuciones al cambio			Tasa de variación total	Contribuciones al cambio	
		Costes laborales unitarios	Excedente bruto de explotación	Impuestos indirectos netos		Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo inversa
	<i>I=2+3+4</i>	2	3	4	<i>5=6+7</i>	6	7
Crecimiento interanual medio							
Zona del euro	1,3	1,1	0,1	0,2	1,9	2,1	-0,2
Desviación de la media de la zona del euro							
Bélgica	-0,2	0,6	-0,8	-0,1	0,9	0,4	0,4
Alemania	-0,2	0,2	-0,5	0,0	0,4	-0,1	0,5
Irlanda	-2,8	-1,9	-0,1	-0,7	-3,4	-2,3	-1,2
Grecia	0,7	-0,9	1,6	0,0	-1,7	-3,0	1,3
España	-0,2	-1,1	1,2	-0,4	-1,9	0,2	-2,1
Francia	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,2
Italia	-0,2	1,4	-1,7	0,2	0,2	-0,6	0,8
Países Bajos	-0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,2
Austria	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,6	0,5	0,1
Portugal	-0,3	-0,9	0,7	-0,1	-1,7	-1,3	-0,3
Finlandia	0,8	0,9	-0,4	0,4	1,6	1,1	0,4

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos correspondientes a 2012 proceden de estimaciones de la Comisión Europea.

Si se observa la evolución de los CLU, en el primer período su dinámica relativamente vigorosa con respecto a la media de la zona del euro, especialmente en Irlanda, Grecia y España, se debió a aumentos relativamente elevados de la remuneración por asalariado. En el segundo período, se produjo una notable corrección a la baja de los CLU en los países mencionados y en Portugal. La corrección con respecto a la media de la zona del euro se logró principalmente gracias a reducciones salariales significativas en Irlanda, Grecia y Portugal, mientras que en España estas reducciones se produjeron a través de importantes ganancias en la productividad «aparente», derivadas de la destrucción de empleo. En Italia, que registró acusados aumentos de los CLU en el primer período, no se observó un ajuste significativo de los CLU en el segundo período, debido a que las caídas en la productividad causadas por la recesión no estuvieron acompañadas de ajustes salariales a la baja.

En general, la descomposición muestra el destacado papel desempeñado por el crecimiento de los salarios tanto en la acumulación de desequilibrios como en el reequilibrio de la economía, pero también señala que el reequilibrio de los diferenciales de inflación requiere que los progresos logrados mediante la contención salarial no queden absorbidos por un aumento de los márgenes de beneficios.

CONDICIONES CÍCLICAS Y TIPO DE INTERÉS REAL

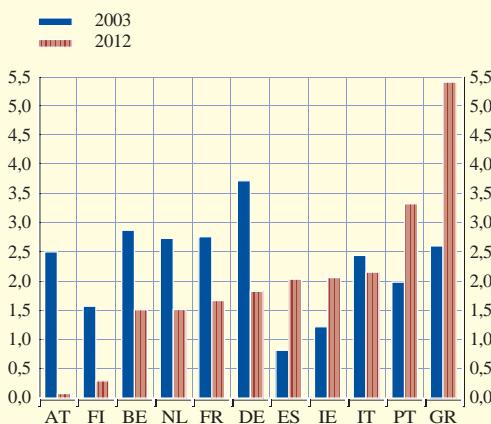
Las diferentes medidas de las condiciones cíclicas, como la brecha de producción y el nivel de los tipos de interés reales *ex ante*, señalan un impacto muy diferente de las condiciones cíclicas sobre los diferenciales de inflación entre los distintos países. En la mayoría de los países con tipos de interés reales *ex ante* bajos o incluso negativos en el período previo a la crisis se observaron subidas significativas de los tipos de interés de los préstamos *ex ante*

reales al inicio del ajuste en 2008, debido, entre otros factores, al ajuste de las primas de riesgo (véase, por ejemplo, en el gráfico 10 los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicado por las entidades de crédito a las sociedades no financieras). Esto frenó, a su vez, el crecimiento del crédito y la demanda interna. El tamaño de la brecha de producción negativa ha contribuido, asimismo, a que se observen tasas de inflación moderadas en esos países en relación con la zona del euro (véase gráfico 11). Sin embargo, no en todos los países con

Diferenciales de inflación en la zona del euro durante la última década

Gráfico 10 Tipos de interés reales *ex ante* de los préstamos y créditos aplicados a las sociedades no financieras

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Consensus Economics.

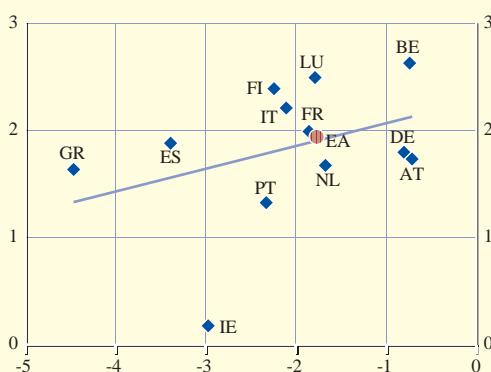
Notas: Los tipos de interés (compuestos) de los préstamos y créditos solo están disponibles a partir de 2003 y no lo están para Luxemburgo. Los países se presentan en orden descendente según el tipo de interés real *ex ante* de los préstamos y créditos en 2012. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2012.

Gráfico 11 Brecha de producción e IAPC a tipo impositivo constante (media para el período 2008-2012)

(en porcentaje de la tendencia del PIB; tasas de variación)

Eje de abscisas: brecha de producción

Eje de ordenadas: IAPC a tipo impositivo constante



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: la línea azul pálida representa la regresión lineal entre las dos variables.

brechas de producción sustancialmente negativas se registraron reducciones acordes en las tasas de inflación, como hubiera sugerido la correlación históricamente positiva entre la dos variables (véase gráfico 3 en la sección 3). Lo anterior muestra, entre otras cosas, la existencia de rigideces estruc-

turales, que impiden el ajuste necesario de los precios (véase el papel de los márgenes de beneficios en el recuadro 2).

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

La eliminación de las rigideces existentes en los mercados de trabajo y de productos permitirá mantener los beneficios derivados del ajuste cílico de la competitividad en marcha en estos momentos y reducir los diferenciales de inflación¹³. Muchos de los países que experimentaron pérdidas considerables de competitividad antes de la crisis han empezado a aumentar la flexibilidad de sus mercados de trabajo y de productos. Concretamente, las reformas de los mercados de trabajo han contribuido a lograr cierto grado de flexibilidad salarial a la baja en varios países. En contraposición a los avances realizados en los mercados de trabajo, las medidas adoptadas para mejorar la competencia en el sector no comercializable han sido hasta la fecha mucho más tímidas en la mayoría de los países, lo que ha limitado el ajuste de precios. Los márgenes de beneficios excesivos predominan sobre todo en los sectores orientados al mercado interno (principalmente en las ramas de servicios).

Distintas políticas fiscales, como los recortes de los salarios del sector público, han ayudado a ajustar la competitividad y han ejercido, por lo tanto, presiones a la baja sobre la inflación interna.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se han identificado los factores que ayudan a explicar la aparición de diferenciales de inflación en los países de la zona del euro durante el período anterior a 2008 y los concurrentes durante el período de «reequilibrio» posterior a 2008. Algunos factores, como las brechas de producción,

13 La evidencia empírica confirma que las reformas encaminadas a eliminar las rigideces facilitarán la supresión de los persistentes diferenciales de inflación. Véanse P. Birioli, G. Mourre y A. Turrini, «Adjustment in the euro area and regulation of product and labour markets: an empirical assessment», European Economy, Economic Papers, n.º 428, 2010, y F. Jaumotte y H. Morsy, «Determinants of Inflation in the Euro Area: The Role of Labour and Product Market Institutions», *Working Paper Series*, n.º 12/37, FMI, enero de 2012.

los tipos de interés reales y las primas de riesgo se están comportando en estos momentos de forma opuesta a lo observado en el período anterior a 2008. En general, el proceso de reequilibrio en marcha ha reducido la persistencia previa de los diferenciales de inflación, aunque el impacto inflacionista de algunas medidas de consolidación fiscal necesarias impide una caída más evidente de la inflación en los países que están llevando a cabo ajustes, hasta niveles inferiores a la media de la zona del euro. Así pues, el hecho de que la dispersión de la inflación en el período posterior a 2008 siga siendo elevada es reflejo, en parte, de un bienvenido proceso de ajuste y de reequilibrio.

Para asegurarse de que el reequilibrio siga funcionando y se logre, en última instancia, una menor dispersión de la inflación, las autoridades nacionales tendrán que mostrar una firme determinación a fin de lograr un mayor grado de flexibilidad en todas las regiones de la zona del euro. A más largo plazo, una vez que se hayan ajustado los desequilibrios actuales, una serie de cambios en la gobernanza económica de la zona del euro debería hacer menos probable una nueva y significativa acumulación de desequilibrios macroeconómicos, limitando así el riesgo de que, en el futuro, se observen diferenciales de inflación perjudiciales. Concretamente, en el contexto del nuevo procedimiento de desequilibrio macroeconómico, se debe velar por que los países de la zona del euro adopten las políticas adecuadas para impedir la aparición futura de desequilibrios macroeconómicos.

El marco fiscal reforzado introduce, asimismo, mecanismos de control fundamentales que deberían evitar la reaparición de la fuerte procicicalidad de las políticas fiscales experimentada anteriormente en algunos países. Por lo tanto, las políticas fiscales inadecuadas no deberían ser fuente de presiones inflacionistas internas y de diferenciales de inflación en la zona del euro, siempre que se adopten y apliquen con rapidez las normas presupuestarias más estrictas introducidas en las legislaciones nacionales y que se implemente con celeridad el nuevo marco de gobernanza europeo.

Los diferenciales de inflación que se derivan de inefficiencias estructurales o de políticas nacionales sistemáticamente desajustadas han de ser abordados mediante políticas económicas y fiscales nacionales, y no mediante la política monetaria única.

La mejor contribución que puede hacer la política monetaria para apoyar el proceso de reajuste en la zona del euro es garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. Sin embargo, mantener dicha estabilidad requiere salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la zona del euro. En este sentido, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han asegurado, y siguen asegurando, la transmisión de la orientación de la política del BCE a la economía real en el conjunto de la zona y han evitado que se produzca un ajuste desordenado. Estas medidas se han concebido a fin de preservar los fuertes incentivos necesarios para llevar a cabo ajustes a escala nacional.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA RECENTE EN LOS PAÍSES CANDIDATOS A LA UE

ARTÍCULOS

Evolución económica y financiera reciente en los países candidatos a la UE

En vista de los avances realizados en las perspectivas de adhesión de varios países candidatos, se considera, en el presente artículo, la evolución económica y financiera reciente de esos países y se perfilan los desafíos que aún se les plantean en el camino a la plena pertenencia a la UE. Aunque el crecimiento económico en estos países era, en general, robusto antes de la recesión mundial de 2009, tendió a asociarse con un aumento de los desequilibrios externos e internos, que resultó insostenible ante una perturbación externa de la magnitud de la crisis económica mundial. El agotamiento de la financiación externa tras la quiebra de Lehman Brothers también sacó a la luz otros factores de vulnerabilidad que padecían desde hacía tiempo los países candidatos y que no se habían abordado en el contexto de la rápida expansión financiera que precedió a la crisis. Las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis estuvieron condicionadas por los marcos de política monetaria y los regímenes cambiarios elegidos por las respectivas autoridades. La reciente crisis, sumada a las turbulencias que aún se observan en algunos países de la zona del euro, viene a recordar la necesidad de perseverar en las medidas de política para lograr una convergencia sostenible y duradera. Al respecto, tanto la pertenencia a la UE como la eventual adopción del euro deberían considerarse como un medio para la consecución de un fin —a saber, una auténtica convergencia, estabilidad y prosperidad— más que como objetivos en sí mismos.

I INTRODUCCIÓN

El 1 de julio de 2013, Croacia se convertirá en el Estado miembro número 28 de la UE, lo que representa la décima séptima ampliación en la historia de la UE y la primera desde 2007. Varios países están ya en camino de convertirse formalmente en miembros de la UE, siempre y cuando cumplan debidamente los requisitos establecidos (los «países candidatos», a los que se dedica principalmente este artículo), o al menos se les ha ofrecido explícitamente la posibilidad de adherirse a la UE (los «posibles países candidatos», a los que se considera de forma selectiva a los efectos del presente artículo¹).

Además de la adhesión de Croacia prevista para 2013, en los últimos años se han producido numerosos cambios en la situación institucional de varios países, habiendo sido algunos de ellos formalmente «ascendidos» a la categoría de país candidato (después de haber sido considerados como posibles candidatos); otros comenzaron formalmente las negociaciones de adhesión varios años después de haberseles considerado países candidatos, y otros pasaron de la categoría de países no miembros a las negociaciones de adhesión en un plazo relativamente corto. Al mismo tiempo, cabe señalar que algunos países candidatos se cuentan entre las primeras víctimas de la cadena

de acontecimientos provocados por la crisis financiera mundial, presentando algunos de los factores de vulnerabilidad que, posteriormente, afectaron a otros en otras regiones. Entre dichos factores destacan, con distinta intensidad, los excesos financieros, los desequilibrios externos e internos, la fragilidad de las finanzas públicas, el limitado margen de maniobra para aplicar políticas fiscales anticíclicas y, en algunos casos, la necesidad de recurrir a fuentes de financiación externa multilaterales con fines de balanza de pagos. Teniendo en cuenta lo anterior, se examina, a continuación, la evolución económica y financiera reciente de los países candidatos y los desafíos que tienen planteados.

1 El Tratado de la Unión Europea establece que cualquier Estado europeo que respete los valores democráticos de la UE y se comprometa a promoverlos podrá solicitar el ingreso como miembro en la UE. Todo país que desee ingresar en la UE ha de cumplir los criterios de adhesión establecidos por el Consejo Europeo de Copenhague de 1993 (los denominados «criterios de Copenhague»), a saber: i) debe tener instituciones estables que garanticen la democracia, el Estado de derecho y el respeto de los derechos humanos; ii) ha de tener una economía de mercado viable, así como la capacidad de hacer frente a la presión competitiva y las fuerzas del mercado dentro de la UE, y iii) ha de aceptar las leyes y prácticas establecidas en la UE, especialmente los objetivos principales de la unión política, económica y monetaria. Croacia se considera un «país adherente», que ha concluido las negociaciones de adhesión y firmado un acta de adhesión. Cinco países (Islandia, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Serbia y Turquía) han recibido oficialmente la condición de «país candidato», y otros países de la región occidental de los Balcanes (Albania, Bosnia y Herzegovina, y Kosovo, según se define en la resolución 1244/99 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas) están reconocidos como «posibles países candidatos».

El resto del artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se documenta la heterogeneidad económica e institucional de los países en su camino hacia la plena integración en la UE. En la sección 3 se describe la evolución económica y financiera de los países candidatos antes, durante y después de la crisis financiera mundial de los años 2008-2009. En la sección 4 se presenta un resumen de los marcos de política monetaria y los régimen cambiatorios vigentes en los países candidatos. En la sección 5 se perfilan algunos desafíos de carácter económico y financiero a los que tendrán que enfrentarse los países candidatos de ahora en adelante, haciendo especial hincapié en los factores de vulnerabilidad de larga duración que no se abordaron en el contexto de la rápida expansión financiera previa a la crisis. En la sección 6 se presentan las conclusiones y se trata de extraer algunas enseñanzas, en materia de políticas, de la experiencia de los países candidatos en los últimos años.

2 HETEROGENEIDAD ECONÓMICA E INSTITUCIONAL DE LOS PAÍSES EN SU CAMINO A LA INTEGRACIÓN EN LA UE

2.1 SITUACIÓN DEL PROCESO DE ADHESIÓN A LA UE

Los países candidatos presentan una gran diversidad en lo que respecta a su posición relativa en el camino a la plena integración en la UE, así como a su situación económica. Por lo que se refiere al estado actual de las negociaciones de adhesión, Croacia firmó el correspondiente tratado con la UE en diciembre de 2011, tras unos seis años de negociaciones, y es ahora un Estado adherente² que se convertirá en un Estado miembro de pleno de derecho de la UE en julio de 2013. De los cinco países reconocidos oficialmente como candidatos a países miembros de la UE, tres ya han iniciado las negociaciones para la adhesión: (i) Islandia, que solicitó la incorporación a la UE en julio de 2009 e inició las negociaciones de adhesión solo un año más tarde, dado que ya disfrutaba de un alto grado de integración con la UE (en calidad de miembro del Espacio Económico Europeo, el espacio de Schengen y la Asociación Europea de Libre Comercio); (ii) Montenegro, que solicitó la

incorporación a la UE en 2008 y se le concedió el estatus de país candidato en 2010 antes del inicio de las negociaciones de adhesión en junio de 2012, y (iii) Turquía, que solicitó la incorporación en 1987 a lo que entonces era la Comunidad Económica Europea, fue declarada elegible en 1997 y lleva negociando la adhesión desde 2005.

Los otros dos países que han sido reconocidos como países candidatos todavía no han iniciado las negociaciones para la adhesión. La antigua República Yugoslava de Macedonia solicitó su incorporación a la UE en 2004 y se le otorgó el estatus de país candidato en 2005, mientras que a Serbia, que solicitó el ingreso en la UE en 2009, se le otorgó el estatus de país candidato en marzo de 2012.

Los otros tres países de la región occidental de los Balcanes (Albania, Bosnia y Herzegovina y Kosovo³, definido según la UNSCR 1244/99) han sido identificados como posibles países candidatos a la adhesión a la UE, de conformidad con las conclusiones del Consejo Europeo de Tesalónica de junio de 2003, que estableció la integración de esta región como una prioridad para la ampliación de la UE.

El BCE participa en el proceso de adhesión en sus ámbitos de competencia, especialmente en lo que respecta a las políticas monetaria y cambiaria, la estabilidad financiera y los estatutos del banco central. El BCE realiza un estrecho seguimiento de la evolución económica, financiera y monetaria tanto en los países candidatos como en los posibles candidatos. También participa en intercambios periódicos de opiniones con los bancos centrales de estos países (incluido un diálogo anual de alto nivel en materia de políticas con los bancos centrales de los países candidatos que han iniciado las negociaciones de adhesión) y organiza diversos eventos a distintos niveles con el objetivo de establecer relaciones institucionales y promover el

2 A pesar de ser un Estado adherente, Croacia se incluye en este análisis junto con los otros países candidatos.

3 Esta designación no constituye un posicionamiento en relación con la condición de este territorio y está en consonancia con la resolución 1244/99 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y el dictamen emitido por la Corte Internacional de Justicia sobre la declaración de independencia de Kosovo.

Cuadro 1 Indicadores estructurales de los países candidatos y posibles candidatos

	Población (millones)	PIB per cápita (dólares EE.UU., en términos de PPA)	Estructura económica (porcentajes del PIB)			Exportaciones (en porcentaje del PIB)	Indicadores institucionales	
			Agricultura 2011	Industria 2011	Servicios 2011		Avance en la transición ¹⁾ 2010	Gobernanza ²⁾ 2011
Países candidatos								
Croacia	4,4	18.192	5,5	27,4	67,1	40,8	3,6	0,4
A.R.Y. de Macedonia	2,1	10.367	11,3 ³⁾	27,8 ³⁾	60,9 ³⁾	56,0	3,3	-0,1
Islandia	0,3	38.061	7,2 ⁴⁾	25,2 ⁴⁾	67,6 ⁴⁾	58,4	...	1,4
Montenegro	0,6	11.545	10,1	20,0	69,9	39,5	2,9	0,1
Serbia	7,4	10.642	9,0	26,6	64,3	36,1	2,9	-0,1
Turquía	74,0	14.517	9,2	27,1	63,8	23,5	3,3	-0,1
Posibles países candidatos								
Albania	3,2	7.741	20,0	19,4	60,6	33,6	3,1	-0,2
Bosnia y Herzegovina	3,9	8.133	8,7	26,2	65,1	41,1	2,8	-0,4
Kosovo	1,7	...	12,0	20,0	68,0	...	...	-0,5
Pro memoria⁵⁾								
UE 10	...	19.991	4,2 ⁶⁾	29,6 ⁶⁾	66,2 ⁶⁾	70,8	3,7 ⁷⁾	0,7

Fuentes: FMI, Banco Mundial, BERD y fuentes nacionales.

1) El indicador de transición del BERD mide el avance de un país desde una economía de rígida planificación centralizada (1,0 puntos) a una economía de mercado industrializada (4,3 puntos). Las cifras que se muestran en el cuadro representan puntuaciones medias de nueve parámetros evaluados por el BERD.

2) El indicador de gobernanza del Banco Mundial mide seis aspectos de la estructura de gobierno, con puntuaciones que oscilan entre -2,5 (la más baja) hasta +2,5 (la más alta). Las cifras que se muestran en el cuadro representan medias simples de los seis aspectos evaluados.

3) Datos correspondientes a 2010.

4) Datos correspondientes a 2009.

5) Media simple de Bulgaria, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia.

6) Datos correspondientes a 2010; la media excluye la República Checa y Estonia.

7) La media excluye la República Checa.

diálogo. Finalmente, en colaboración con los BCN del Eurosistema y el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el BCE participa en proyectos de cooperación técnica con los bancos centrales de los países candidatos y posibles candidatos, a fin de fortalecer la capacidad institucional⁴.

2.2 DIFERENCIAS EN LA ESTRUCTURA ECONÓMICA

Los países candidatos también presentan diferencias significativas en lo relativo a sus estructuras económicas básicas, que van desde la economía muy avanzada de Islandia hasta los países en transición de la región occidental de los Balcanes y Turquía, que forma parte del G-20. En el cuadro 1 se resume una serie de indicadores que permiten apreciar las diferencias entre los países candidatos así como entre los posibles candidatos en lo tocante a su estructura económica y su desarrollo institucional.

Islandia destaca a este respecto por registrar, con diferencia, el PIB per cápita más elevado de todos

los países candidatos (más de 38.000 dólares estadounidenses en 2011) y niveles de gobernanza similares a los de otras economías industrializadas. Por el contrario, la renta per cápita y la madurez institucional de los restantes países candidatos se sitúan, en general, por debajo de los niveles observados en los países de la UE y Europa Central y Oriental (UE 10)⁵. Los mejores resultados, en términos de variables institucionales, como el avance

4) El BCE y los BCN brindan cooperación técnica, tanto en respuesta a solicitudes especiales de asistencia técnica a corto plazo como en forma de programas a más largo plazo propiamente dichos. En el marco de los programas de cooperación técnica bilateral se ha prestado asistencia a los bancos centrales de Bosnia y Herzegovina (2007 y 2010-11), Serbia (2008-09 y 2011-13), Turquía (a partir de 2012) y la Antigua República Yugoslava de Macedonia (2012-13), mientras que en el marco de un programa regional desarrollado en 2010-12 se ha prestado asistencia a los bancos centrales y supervisores bancarios de todos los países candidatos y posibles candidatos (con la excepción de Islandia).

5) El término «UE 10», tal como se utiliza en el presente artículo, incluye a Bulgaria, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia, es decir, los países de Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007.

en la transición y la calidad de la gobernanza parecen darse en las economías que más lejos han llegado en el proceso de integración en la UE, siendo el país que más próximo se encuentra a la plena adhesión (es decir, Croacia) el que tiende a puntear más alto, mientras que los países de la región occidental de los Balcanes tienden a estar menos adelantados, al igual que los tres posibles candidatos de esa región.

Pese a estas diferencias, cabe señalar algunas similitudes. En primer lugar, todos los países candidatos tienen economías orientadas a los servicios y obtienen de este sector más del 60% del PIB. No obstante, la agricultura parece desempeñar, en general, un papel más destacado que en el grupo de la UE 10. En segundo lugar, con la excepción de Turquía, la mayoría de los países candidatos están relativamente abiertos al comercio, aunque siguen yendo muy a la zaga en lo relativo a las cuotas de exportación que se observan normalmente en la UE 10. En tercer lugar, los países candidatos tienen lazos comerciales importantes con la UE, que concentra, típicamente, alrededor de dos tercios de sus exportaciones e importaciones totales.

3 EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LOS PAÍSES CANDIDATOS

3.1 EVOLUCIÓN ANTES DE LA CRISIS

A pesar de su heterogeneidad económica e institucional, los países candidatos compartían algunas características en los años anteriores al inicio de la crisis financiera mundial en 2008. En primer lugar, el período comprendido entre 2003 y 2008 se caracterizó por un sólido crecimiento económico, con incrementos interanuales del PIB real que se situaron en promedio entre el 4,3% (en Croacia) y el 6,2% (en Montenegro) (véase cuadro 2).

En segundo lugar, este aumento del producto vino acompañado de una notable expansión financiera (véase gráfico 1), registrándose los mayores incrementos del crédito interno en porcentaje del PIB durante el período comprendido entre 2003 y 2008 en Montenegro (75 puntos porcentuales) e Islandia (55 puntos porcentuales). En los demás países, esos incrementos oscilaron entre los 19 y los 25 puntos porcentuales registrados, respectivamente, en Croacia y la antigua República Yugoslava

Cuadro 2 Indicadores económicos de los países candidatos y posibles candidatos

(medias anuales; porcentajes; porcentajes del PIB)

	Crecimiento del PIB				Inflación			Balanza por cuenta corriente			Saldo de las Administraciones Públicas ¹⁾			Deuda bruta de las Administraciones Públicas		
	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	2003-2008	2009	2010-2011	
Países candidatos																
Croacia	4,3	-6,0	-0,6	3,1	1,9	2,0	-6,7	-5,0	-0,1	-2,7	-4,1	-5,2	34,4	35,1	43,4	
A.R.Y.																
de Macedonia	4,7	-0,9	2,4	2,8	-1,7	2,9	-6,5	-6,8	-2,5	-0,1	-2,7	-2,5	30,5	23,8	26,5	
Islandia	4,9	-6,8	-0,5	6,8	7,5	3,9	-17,7	-11,8	-7,4	2,4	-8,6	-5,5	40,0	88,2	96,1	
Montenegro	6,2	-5,7	2,5	5,6 ²⁾	1,8	1,7	-29,8	-29,6	-21,9	0,6	-5,7	-5,7	34,8	40,7	44,2	
Serbia	5,0	-3,5	1,4	10,6	6,6	8,6	-14,1	-7,1	-8,3	-1,0	-3,7	-3,8	47,7	38,2	46,4	
Turquía	5,8	-4,8	8,7	11,0	6,5	8,4	-5,1	-2,2	-8,2	-2,5	-5,6	-1,4	48,7	46,1	40,7	
Posibles países candidatos																
Albania	6,0	3,3	2,7	2,5	3,7	2,5	-8,6	-13,5	-12,5	-4,1	-7,4	-3,8	56,8	59,8	58,6	
Bosnia y Herzegovina	5,3	-2,9	1,2	4,4 ³⁾	0,0	2,9	-13,7	-6,3	-7,3	-0,4	-5,7	-3,8	27,8	36,1	40,1	
Kosovo	4,7	2,9	4,4	1,5	0,1	5,1	-9,5	-15,4	-19,0	0,7	-0,6	-2,2	,,,	,,,	,,,	
Pro memoria																
UE 10 ⁴⁾	5,8	-8,2	2,5	5,2	1,6	3,6	-9,4	-0,7	-0,9	-1,9	-5,9	-4,2	27,5	34,4	39,4	

Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

1) Capacidad/necesidad de financiación de las Administraciones Públicas.

2) 2006-2008.

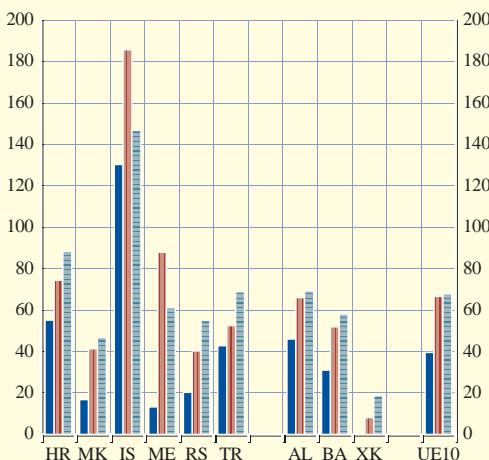
3) 2007-2008.

4) Media simple de los datos de Bulgaria, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia.

Gráfico 1 Crédito interno

(en porcentaje del PIB)

— 2003
— 2008
— 2011



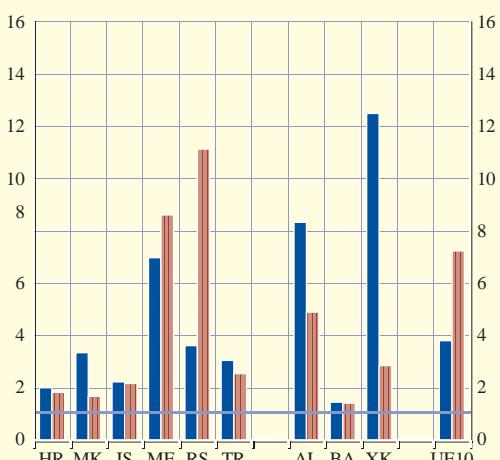
Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Notas: por motivos relacionados con la disponibilidad de los datos, las cifras relativas a Montenegro y Bosnia y Herzegovina corresponden a diciembre de 2005 y diciembre de 2006, respectivamente. HR: Croacia; MK: Antigua República Yugoslava de Macedonia; IS: Islandia; ME: Montenegro; RS: Serbia; TR: Turquía; AL: Albania; BA: Bosnia y Herzegovina; XK: Kosovo.

Gráfico 2 Crecimiento real del crédito al sector privado y pasivos de las entidades de depósito frente a no residentes

(índice: diciembre 2002 = 1)

— Crédito al sector privado (diciembre 2008)
— Pasivos de las entidades de depósito frente a no residentes (diciembre 2008)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

Notas: por motivos relacionados con la disponibilidad de los datos, las cifras relativas a Montenegro y Bosnia y Herzegovina corresponden a diciembre de 2005 y diciembre de 2006, respectivamente. HR: Croacia; MK: Antigua República Yugoslava de Macedonia; IS: Islandia; ME: Montenegro; RS: Serbia; TR: Turquía; AL: Albania; BA: Bosnia y Herzegovina; XK: Kosovo.

de Macedonia, cifras más o menos en consonancia con las tendencias observadas en la UE 10 (que registró un incremento medio de 27 puntos porcentuales). Un porcentaje sustancial del crédito interno fue otorgado por instituciones financieras extranjeras, la mayoría de las cuales radicadas en la UE. De hecho, en varias economías, los incrementos reales del volumen de pasivos frente a no residentes de las entidades de depósito locales tenían su contrapartida en un aumento correspondiente del crédito al sector privado (véase gráfico 2).

En tercer lugar, la provisión de volúmenes de financiación tan cuantiosos propició un auge de la demanda interna que, en la mayoría de los casos, no pudo corresponderse con una expansión de la capacidad productiva nacional, lo que dio lugar a la aparición de abultados desequilibrios externos. En 2008, todos los países candidatos y posibles candidatos registraban ya importantes déficits por cuenta corriente (que oscilaban desde alrededor del 10% del PIB hasta niveles mucho más eleva-

dos), que, en la mayoría de los casos, representaban un nuevo deterioro en relación con los significativos déficits contabilizados en 2003. Es lo que ocurrió, en particular, en Serbia, Islandia y Montenegro, cuyos déficits por cuenta corriente en 2008 (21,6%, 28,3% y 50,6% del PIB, respectivamente) no eran sostenibles desde una perspectiva de medio plazo.

En cuarto lugar, en consonancia con estas tendencias, en algunos países candidatos (especialmente Islandia, Montenegro, Serbia y Turquía) la inflación no se acompañaba, en general, a los objetivos nacionales de estabilidad de precios (véanse cuadro 2 y sección 5.1).

3.2 LA CRISIS Y SUS SECUELAS

Con el inicio de la crisis financiera mundial en otoño de 2008 y el contagio de las economías avanzadas a las economías emergentes y en desarrollo, los países candidatos experimentaron una fuerte

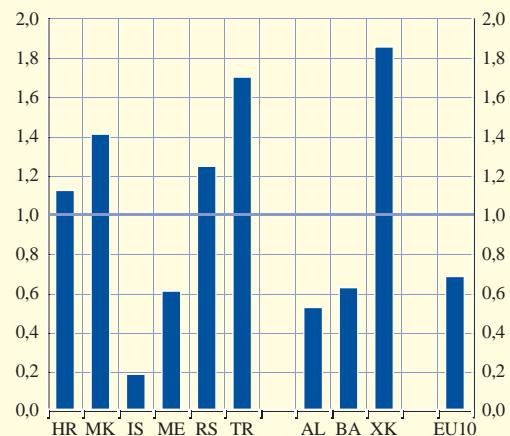
contracción económica real. Aunque esta se asoció, principalmente, al agotamiento de la financiación externa y a la desaceleración económica que sufrieron los principales socios comerciales afectados por la primera oleada de la crisis, otras variables —como la posición de partida relativa de cada país (por ejemplo, respecto al ritmo de la expansión crediticia subyacente) y la apertura económica (siendo las economías más abiertas las más vulnerables)— también desempeñaron un papel importante a la hora de determinar el alcance de la contracción de la actividad económica en los países candidatos.

Así pues, los desequilibrios internos y externos que se habían acumulado a lo largo de los años revirtieron a un ritmo relativamente rápido. Los países candidatos más afectados registraron una contracción del PIB real de entre el 3,5% (en el caso de Serbia) y el 6,8% (en el caso de Islandia) en 2009. La antigua República Yugoslava de Macedonia experimentó una suave recesión, con una contracción del crecimiento del PIB real del 0,9%, mientras que países del grupo de posibles candidatos de la región occidental de los Balcanes con menor exposición financiera, como Albania y Kosovo, experimentaron un aterrizaje económico suave y siguieron registrando tasas de crecimiento real positivas (véase gráfico 2). Los flujos financieros procedentes del exterior —que, principalmente, habían adoptado la forma de inversión extranjera directa y otras inversiones (generadoras de deuda)— se redujeron. No obstante, las entidades de crédito mantuvieron su exposición a la mayoría de los países candidatos y posibles candidatos, en parte como resultado de medidas de política tales como la «Iniciativa de Viena»⁶, y los países cuyo sistema bancario nacional dependía de la financiación mayorista exterior (ahora escasa) se encontraron ante una difícil situación (véase gráfico 3). En algunos países candidatos (como Montenegro) y en algunos posibles candidatos de la región occidental de los Balcanes se produjo una acusada contracción de los activos extranjeros frente a los sistemas bancarios nacionales. Islandia constituye un caso especial a este respecto, debido al impago de sus pasivos exteriores (véase recuadro 2).

Gráfico 3 Crecimiento real de los pasivos de las entidades de depósito frente a no residentes

(índice: diciembre 2008 = 1)

— Pasivos de las entidades de depósito frente a no residentes (diciembre 2011)



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.

HR: Croacia; MK: Antigua República Yugoslava de Macedonia; IS: Islandia; ME: Montenegro; RS: Serbia; TR: Turquía; AL: Albania; BA: Bosnia y Herzegovina; XK: Kosovo.

Si bien los países candidatos registraron una evolución económica y financiera similar antes de la crisis y el efecto contractivo inmediato observado en esos países como resultado de la quiebra de Lehman Brothers fue, en general, comparable, su comportamiento económico desde la recesión de 2009 ha sido muy heterogéneo. En 2010 y 2011, la actividad real en la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia fue relativamente débil, Turquía registró un sólido crecimiento y en Croacia e Islandia continuó la contracción (véase cuadro 2). Estas diferencias también se reflejaron en las variaciones observadas en las balanzas por cuenta corriente y en las tasas de inflación después de la crisis. En Turquía, el déficit por cuenta corriente se incrementó de forma acusada

6 La Iniciativa de Coordinación Bancaria Europea (más conocida como «Iniciativa de Viena») se puso en marcha en enero de 2009 como una plataforma de coordinación en la que participaban los bancos matrices, las autoridades de los países de origen y destino de las inversiones (es decir, los bancos centrales, las autoridades supervisoras y los ministerios de Hacienda), el FMI, la Comisión Europea y el BERD. En el marco de esta iniciativa, los bancos matrices suscribieron compromisos (no vinculantes) de mantenimiento de su exposición frente a los países participantes en la iniciativa que estuvieran aplicando programas de estabilización del FMI y la UE.

tras la recesión de 2009 y aumentó la inflación. En cambio, en Croacia e Islandia, se observó una persistente reducción de los déficits exteriores y las presiones inflacionistas se mantuvieron relativamente limitadas.

Por lo que respecta a la orientación de la política fiscal, las secuelas de la crisis han revelado que el panorama, en general favorable, observado en muchos países antes de la crisis tenía, en gran medida, su origen en la notable contribución del dinámico (y, desde la perspectiva actual, insostenible) ritmo de la actividad económica a los ingresos públicos. Los saldos presupuestarios medios de las Administraciones Públicas oscilaban, en los países candidatos, desde el -2,7% del PIB (en Croacia) hasta el 2,4% del PIB (en Islandia) en el período comprendido entre 2003 y 2008, pero tanto la deuda como los déficits públicos aumentaron de forma acusada en 2009 (véase cuadro 2). Tras este deterioro, relacionado en parte con el funcionamiento de los estabilizadores automáticos y la reducción de las bases de ingresos asociada a la desaceleración de la actividad económica, los saldos presupuestarios han mejorado moderadamente en la mayoría de los países candidatos. Sin embargo, la situación de las finanzas públicas es más frágil que en el período previo a la

crisis, lo que limita el margen de maniobra de la política fiscal y hace que la consolidación fiscal sea un reto de singular magnitud en muchos países candidatos.

4 MARCOS DE POLÍTICA MONETARIA Y SU EJECUCIÓN EN LOS PAÍSES CANDIDATOS Y POSIBLES CANDIDATOS

La política monetaria y los regímenes cambiarios en los países candidatos abarcan un amplio espectro de enfoques, que van desde la adopción unilateral del euro en Montenegro hasta una flotación estrechamente controlada en la antigua República Yugoslava de Macedonia, o el establecimiento de objetivos de inflación con un tipo de cambio flotante en Serbia. Turquía e Islandia también tienen en vigor regímenes de objetivos de inflación con diversos elementos idiosincráticos (que se analizan con detalle en los recuadros 1 y 2, respectivamente). Los marcos de política monetaria y los regímenes cambiarios también varían significativamente dentro del grupo de posibles países candidatos: eurización unilateral en Kosovo, sistema de *currency board* en Bosnia y Herzegovina y régimen de objetivos de inflación con tipo de cambio de libre flotación en Albania (véase cuadro 3).

Cuadro 3 Regímenes cambiarios y de política monetaria de los países candidatos y posibles candidatos

	Moneda	Régimen de política monetaria	Régimen cambiario <i>De jure</i>	Régimen cambiario <i>De facto</i>
Países candidatos				
Croacia	Kuna croata	Ancla cambiaria frente al euro	Flotación controlada	Flotación controlada
A.R.Y. de Macedonia	Dinar macedonio	Ancla cambiaria frente al euro	Flotación	Régimen de estabilización
Islandia	Corona islandesa	Objetivos de inflación con estabilidad del tipo de cambio como objetivo provisional	Flotación	Flotación
Montenegro	Euro	Eurización unilateral	No tiene moneda nacional de curso legal	No tiene moneda nacional de curso legal
Serbia	Dinar serbio	Objetivos de inflación	Flotación controlada	Flotación
Tuquía	Lira turca	Objetivos de inflación	Flotación	Flotación
Posibles países candidatos				
Albania	Lek albanio	Objetivos de inflación	Flotación	Flotación
Bosnia y Herzegovina	Marco convertible	Ancla cambiaria frente al euro	Sistema de <i>currency board</i>	Sistema de <i>currency board</i>
Kosovo	Euro	Eurización unilateral	No tiene moneda nacional de curso legal	No tiene moneda nacional de curso legal

Fuentes: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, del FMI y compilación del BCE.

Recuadro I

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DE TURQUÍA

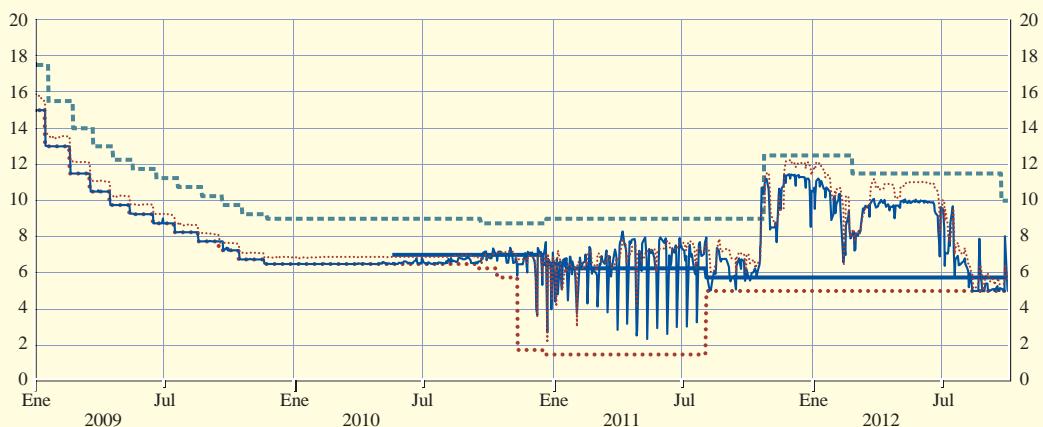
El marco de política monetaria del Banco Central de la República de Turquía ha experimentado algunos cambios significativos desde el otoño de 2010, cuando esta institución introdujo una combinación de política monetaria y macroprudencial. El objetivo principal del banco central es lograr y mantener la estabilidad de precios en consonancia con su marco de objetivos de inflación (que se estableció con su forma actual, plenamente desarrollada, en 2006). Sin embargo, en el otoño de 2010, el banco central empezó a hacer referencia a objetivos de estabilidad financiera al comunicar sus decisiones de estrategia y de política monetaria. En la práctica, el marco de política monetaria, además de fijar objetivos de inflación, se centra actualmente en determinadas variables (como el crecimiento crediticio y el tipo de cambio), con el fin de lograr múltiples objetivos, entre los que se encuentran la estabilidad financiera, el reequilibrio del crecimiento económico y, dado el abultado déficit por cuenta corriente, la estabilidad externa.

Los instrumentos de política monetaria utilizados para alcanzar estos objetivos múltiples incluyen el uso más activo de la banda de tipos de interés y de los coeficientes de reservas obligatorias, además del tipo de interés oficial, lo que dota a este marco de flexibilidad, que es su característica principal. En la práctica, esta flexibilidad ofrece la posibilidad de ajustar el objetivo primordial de la política monetaria y la forma de aplicar los instrumentos en respuesta a las condiciones financieras externas e internas. Por consiguiente, pueden observarse varias fases diferenciadas en el uso de la política monetaria (véase el gráfico, en el que se muestra la evolución de los tipos de interés a partir de 2009).

Tipos de interés del mercado monetario y tipos oficiales en Turquía

(en porcentaje)

- Tipo *repo* a una semana
- Tipo de los depósitos a un día
- Tipo de los préstamos a un día
- Tipo *repo* a un día en ISE
- TRLIBOR



Fuente: Haver Analytics.

Nota: ISE = Bolsa de valores de Estambul; TRLIBOR = tipo de interés de referencia de la lira turca.

En la primera fase, a partir del otoño de 2010, en un entorno caracterizado por abundante financiación externa a corto plazo a bajo coste, el banco central se centró en reducir los riesgos macrofinancieros. En concreto, amplió la banda de tipos de interés reduciendo el tipo de los depósitos a un día, y también recortó el tipo de interés oficial (tipo *repo* a una semana) para desincentivar las entradas de capital a corto plazo. Al mismo tiempo, aumentó los coeficientes de reservas obligatorias (variándolos en función de los vencimientos, con coeficientes más bajos para los plazos más largos), con el fin de contrarrestar el crecimiento cada vez más acelerado del crédito y de fomentar los préstamos a largo plazo (en detrimento de los de corto plazo).

El entorno exterior cambió posteriormente, con un nuevo aumento de la aversión al riesgo en agosto de 2011. El banco central respondió estrechando la banda entre los tipos de los depósitos y de los préstamos a un día, así como aplicando medidas de liquidez y adoptando una orientación más acomodaticia, mediante la reducción de las reservas obligatorias y un recorte adicional del tipo de interés oficial.

En octubre de 2011, para contrarrestar las crecientes presiones inflacionistas (debidas, en parte, a la depreciación de la lira turca), el banco central amplió la banda de tipos de interés y complementó esta medida con intervenciones en los mercados de divisas. Así, dejó que aumentaran los tipos de mercado racionando la financiación de las entidades de crédito en los mercados de *repos*, y de esta forma modificó el coste medio de la liquidez que proporcionaba.

En época más reciente, cuando la inflación dejó gradualmente de ser un motivo de preocupación principal, el banco central permitió primero que los tipos de mercado retornaran a niveles más bajos dentro de la banda de tipos de interés, mostrando su forma de utilizar la flexibilidad que otorga el marco. Después, con efectos a partir del 18 de septiembre de 2012, también redujo en 150 puntos básicos el límite superior de la banda.

Un análisis de los marcos de política monetaria y de los regímenes cambiarios de los países candidatos ayuda a arrojar luz sobre las diversas medidas adoptadas por las autoridades nacionales en respuesta a las fluctuaciones del ciclo económico observadas en los últimos años. Antes de la crisis, los bancos centrales de dichos países que habían establecido objetivos de inflación tendieron a endurecer sus políticas monetarias en un intento por evitar el recalentamiento de sus economías y frenar el aumento de las presiones inflacionistas en un contexto de rápida expansión financiera (véase gráfico 4). De hecho, en Islandia los tipos de interés oficiales aumentaron en total 880 puntos básicos entre la primavera de 2004 y el otoño de 2008. El Banco Nacional de Serbia redujo los tipos de interés entre mediados de 2006 y mediados de 2007, pero comenzó a elevarlos de nuevo en el otoño de 2007, reflejando así las fluctuaciones del tipo de cambio del dinar durante ese período. Solo uno de los po-

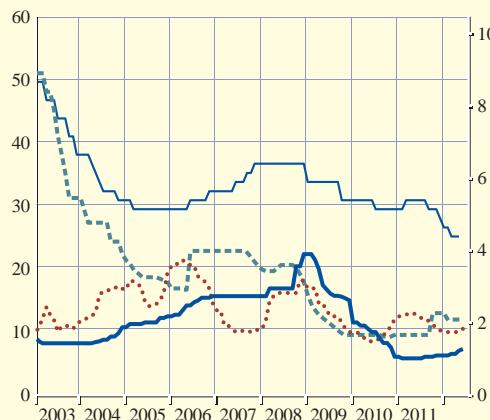
sibles países candidatos (Albania) tiene en vigor un marco de política monetaria que supone el establecimiento de objetivos de inflación, pero también en este caso la dinámica de los acontecimientos ha seguido una evolución similar. Turquía fue una excepción entre los países candidatos con objetivos de inflación durante el período previo a la crisis. El banco central de Turquía trató de reducir aún más los tipos de interés en vista de la continua desinflación de la economía, y las tasas de inflación bajaron con respecto a los altos niveles de dos dígitos que todavía eran comunes a comienzos de la década del 2000. Esta política también se vio favorecida por el ritmo relativamente moderado de crecimiento del crédito en relación con otros países candidatos.

Aunque el uso de la política de tipos de interés como palanca es un mecanismo sencillo al que recurren los bancos centrales con políticas monetarias

Gráfico 4 Tipos de interés oficiales de los bancos centrales

(en porcentaje)

- Islandia: tipo de interés de los acuerdos de préstamo a siete días con garantía (escala izquierda)
- Serbia: tipo de interés de las adquisiciones temporales a dos semanas en las principales operaciones de mercado abierto (escala izquierda)
- Turquía: tipo de interés de los préstamos a un día (escala izquierda)
- Albania: cesiones temporales a una semana (escala derecha)



Fuentes: FMI y fuentes nacionales.

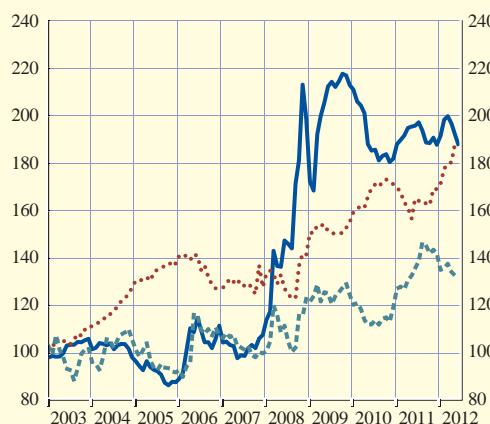
independientes para tratar de frenar el crecimiento crediticio, los efectos secundarios para las pequeñas economías abiertas e integradas financieramente pueden ser, a veces, significativos, como lo demuestra la experiencia de Islandia. En este caso, los incrementos del tipo de interés oficial del banco central también estimularon la entrada de «capital especulativo» a corto plazo, atraído por los amplios diferenciales de los tipos de interés nominales con respecto al resto del mundo (es decir, el potencial de realizar operaciones de «carry trade»). Ello no solo dio lugar a la fuerte apreciación de la corona y a un empeoramiento del déficit por cuenta corriente, sino que, además, no sirvió para frenar significativamente la expansión de la oferta monetaria.

Por el contrario, los bancos centrales de los países candidatos y posibles candidatos que habían aplicado una política de tipos de interés más estricta o que no contaban con una moneda nacional propia, hicieron frente a los desafíos planteados por un crecimiento crediticio excesivamente rápido, el auge de la demanda interna y el aumento de la inflación adoptando medidas administrativas o

Gráfico 5 Tipos de cambio

(índice: diciembre 2002 = 100)

- Coronas islandesas por euro
- Dinares serbios por euro
- Liras turcas por euro



Fuentes: FMI y cálculos del BCE.
Nota: Un movimiento al alza indica una depreciación frente al euro.

- Kunas croatas por euro
- Leks albanos por euro
- Dinares macedonios por euro



prudenciales para reducir el endeudamiento externo y el crédito interno (por ejemplo, elevar los coeficientes de reservas obligatorias, aumentar las ponderaciones de riesgo y las dotaciones de provisiones e imponer restricciones cuantitativas a los préstamos)⁷. Estas medidas tenían por objeto compensar, en parte, las desventajas de no contar con una política monetaria independiente con autonomía para dirigir los tipos de interés hacia objetivos internos. De hecho, los niveles de los tipos de interés «importados» de las monedas ancla eran, en general, más bajos que lo que justificaban las circunstancias económicas en los propios países candidatos y posibles candidatos, lo que implicaba una orientación procíclica de la política monetaria en un contexto de expansión financiera. Aunque el uso —y la efectividad— de estas medidas administrativas y prudenciales variaba de un país a otro, es evidente que renunciar al control de una serie de palancas importantes en materia de política limita notablemente el margen de maniobra de un país a la hora de tratar de suavizar eficazmente las fluctuaciones del ciclo económico y mantener la estabilidad de precios.

Tras el inicio de la crisis, los bancos centrales con objetivos de inflación de los países candidatos y posibles candidatos tendieron a recortar rápidamente sus tipos de interés oficiales. Los descensos de los tipos de cambio nominales que acompañaron a estas medidas produjeron resultados dispares. Por una parte, una depreciación «ordenada» podría facilitar la dinámica del ajuste en comparación con los países que tenían en vigor un régimen cambiario estrictamente regulado (o que no contaban con una moneda propia), además de permitir

un mayor grado de libertad en cuanto a la adopción de medidas de política anticíclicas. La experiencia de Turquía fue favorable a este respecto, al igual que la de Albania. No obstante, en los países en que (i) había considerable presión a la baja sobre el tipo de interés, (ii) las entidades de crédito dependían significativamente de la financiación externa, y (iii) el volumen de préstamos internos en moneda extranjera era elevado, la interacción entre unas monedas sometidas a una fuerte depreciación y unos altos niveles de deuda del sector privado denominada en (o indiciada a) monedas extranjeras planteó una amplia gama de nuevos desafíos a las autoridades nacionales.

Con frecuencia, ello dio lugar a la adopción de políticas procíclicas como resultado de conflictos entre los objetivos de estabilización macroeconómica y de estabilidad financiera (véase también, en la sección 5.2, un análisis de los desafíos en materia de estabilidad financiera relacionados con los préstamos denominados en moneda extranjera). Es lo que ocurrió en Serbia y resultó particularmente cierto en Islandia, donde la acusada caída del tipo de cambio de la corona tras el colapso de su sistema bancario desencadenó una oleada de impagos de pasivos del sector privado denominados en moneda extranjera e indiciados a la inflación, que obligó a las autoridades a imponer controles de capital, a fin de recuperar el control del tipo de cambio y evitar un nuevo deterioro de los balances que ya estaban considerablemente dañados (véase recuadro 2).

7 Para más información sobre estas medidas, véase E.K. Polgar y A. Zdienicka, *The Effectiveness of Policy Measures to Control Credit Growth in Emerging Europe*, mimeo, 2010.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN EN ISLANDIA DURANTE LA CRISIS Y MEDIDAS DE POLÍTICA ADOPTADAS POSTERIORMENTE POR LAS AUTORIDADES

Aunque la evolución financiera y económica en Islandia antes y después de la crisis fue comparable a la observada en otros países candidatos y posibles países candidatos, la magnitud de los desequilibrios acumulados con anterioridad a la crisis, la gravedad de la recesión posterior y las reacciones de las autoridades islandesas le confieren un carácter único en muchos aspectos.

Tras la expansión del consumo y de la inversión estimulada por el crédito, la deuda del sector privado de Islandia, en su mayor parte indiciada a la inflación o al tipo de cambio de la corona islandesa, se situó en torno al 500 % del PIB en el otoño de 2008. Al mismo tiempo, el fuerte crecimiento de las actividades internacionales de los bancos islandeses no solo posibilitó la intermediación de este crédito, sino que hizo que los pasivos exteriores de las entidades de crédito —principalmente, a corto plazo— aumentaran a casi el 700 % del PIB en agosto de 2008. Glitnir, el tercer banco más grande de Islandia, halló cada vez más dificultades para refinanciar sus obligaciones tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y fue nacionalizado el 29 de septiembre del mismo año. Justo diez días después, el sistema bancario islandés se desintegró y el país dejó de pagar su deuda externa. Estos acontecimientos se vieron acompañados de una acusada caída del tipo de cambio de la corona islandesa, que se depreció un 15 % frente al euro entre el 15 de septiembre y el 24 de octubre de 2008, cuando Islandia solicitó un acuerdo de derecho de giro (*stand-by arrangement* o SBA) con el FMI. El 19 de noviembre de 2008, fecha en la que se aprobó formalmente el SBA, la corona islandesa había experimentado una depreciación adicional del 13 %. El FMI también recomendó la imposición de restricciones en la cuenta de capital para frenar la caída del tipo de cambio de la corona e impedir el deterioro adicional de los balances de los hogares y de las empresas.

Así pues, limitar la convertibilidad de la corona islandesa sirvió para frenar rápidamente la caída de su tipo de cambio (véase también el gráfico 5) y permitió al banco central adoptar un enfoque nacional, que se tradujo en una serie de recortes de tipos de interés para favorecer el crecimiento (véase también el gráfico 4) a medida que fueron remitiendo las presiones inflacionistas. Impulsado por la reestructuración del cuantioso saldo de activos morosos, el restablecimiento de un sector financiero viable y los esfuerzos por volver a situar a las finanzas públicas en una senda sostenible, el producto de Islandia registró su primer incremento intertrimestral en el tercer trimestre de 2010 y desde entonces ha seguido mejorando, lo que llevó al país a concluir con éxito su SBA en agosto de 2011.

Cuando se comparan las medidas adoptadas por Islandia para hacer frente a la crisis con las de otros países afectados, destacan especialmente dos. En primer lugar, Islandia introdujo controles de capital para protegerse de las peores repercusiones de la inversión repentina de los flujos de capital que experimentó a finales de 2008, una estrategia que le ha ayudado posiblemente en su recuperación posterior. Sin embargo, a medida que pasa el tiempo, existe cada vez más evidencia de los efectos distorsionantes, y a menudo perjudiciales, que están teniendo estas restricciones sobre las decisiones de los agentes económicos, y de las dificultades que están encontrando las autoridades islandesas para reducir definitivamente el considerable volumen de coronas islandesas que sigue manteniéndose en el extranjero y retornar a una cuenta de capital totalmente liberalizada en un futuro próximo. En segundo lugar, Islandia decidió no nacionalizar las deudas de su sobredimensionado sector bancario y optó por obligar a los acreedores y a los depositantes extranjeros de sus instituciones financieras a asumir las pérdidas. Aunque esta medida libró al Gobierno de asumir unos pasivos que posiblemente hubieran superado su capacidad de servicio de la deuda, también abrió paso a una serie de retos legales (que todavía están pendientes de decisión final en algunos casos), que introdujeron un grado de incertidumbre significativo para las autoridades, las empresas, los inversores extranjeros y el público en general.

Los países candidatos y posibles candidatos que ya habían impuesto restricciones administrativas o prudenciales a la provisión de crédito en los años de expansión estaban en situación de flexibilizar algunas de esas restricciones, amortiguando por ende,

en cierta medida, el impacto de la recesión. Si bien los países que habían adoptado regímenes cambiarios menos flexibles (o que no contaban con una moneda nacional propia) evitaron los perniciosos efectos sobre los balances asociados a los desajustes

entre divisas descritos anteriormente, ello se produjo a expensas, entre otras cosas, de una corrección más lenta de los desequilibrios externos (por ejemplo, en Montenegro), una menor efectividad de las políticas anticíclicas frente a las restricciones fiscales y una recuperación más lenta de la competitividad en relación con los países que habían experimentado una significativa depreciación nominal (por ejemplo, Croacia en comparación con Serbia).

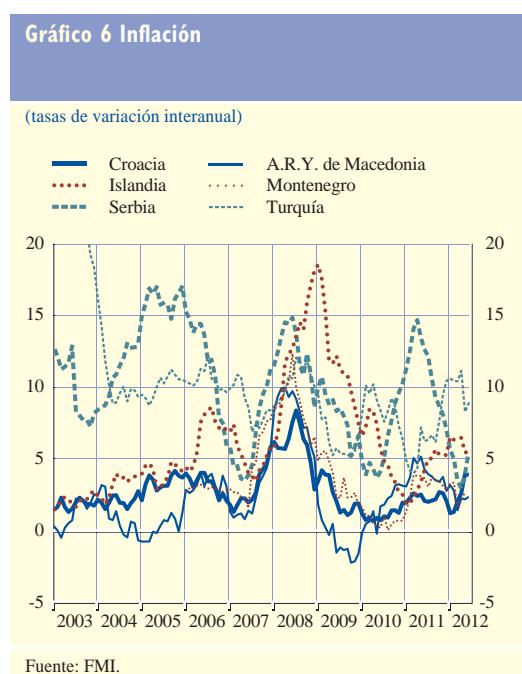
5 ALGUNOS DESAFÍOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS PARA LOS PAÍSES CANDIDATOS

Aunque el factor determinante inmediato de la recesión de 2009 en los países candidatos fue una perturbación exógena, la crisis puso de manifiesto diversas vulnerabilidades muy arraigadas y problemas que no se habían abordado en el contexto de la rápida expansión financiera registrada antes de la crisis. En esta sección se destacan los desafíos pendientes en materia de política monetaria, estabilidad financiera y competitividad.

5.1 DESAFÍOS EN MATERIA DE POLÍTICA MONETARIA

La estabilidad de precios figura de manera destacada entre los cometidos de todas las autoridades monetarias de los países candidatos y posibles candidatos. Sin embargo, ni siquiera los bancos centrales que han establecido objetivos de inflación han podido evitar, con frecuencia, que los precios aumenten por encima de los umbrales acordados, lo que indica la dificultad de alcanzar y mantener dicha estabilidad. Al respecto, Islandia, Serbia y Turquía registran períodos prolongados en los que la inflación ha sobrepasado considerablemente los objetivos marcados por sus bancos centrales (véase gráfico 6).

En Islandia, donde el objetivo es que los precios de consumo aumenten un 2,5% al año ($\pm 1,5$ puntos porcentuales), la inflación ha sobrepasado el límite superior de este corredor en casi las dos terceras partes de todos los meses transcurridos desde enero de 2003. En particular, la significativa transmisión de la evolución del tipo de cambio a



los precios internos complica la ejecución de la política monetaria en Islandia y obstaculiza un eficaz anclaje de las expectativas de inflación. Así pues, tras la crisis bancaria y cambiaria de 2008, y en vista de la reciente reaparición de presiones inflacionistas, las autoridades islandesas han comenzado a debatir en profundidad cómo identificar un marco de política monetaria y un régimen cambiario más apropiados.

En Serbia, el objetivo de inflación se define como un valor en continuo descenso dentro de una banda de tolerancia, y el objetivo de política monetaria para finales de 2012 es reducir la inflación al 4% ($\pm 1,5$ puntos porcentuales). El índice general de precios de consumo sigue siendo muy volátil, habiéndose observado un máximo significativo en abril de 2011, y los objetivos, en general, no se han alcanzado (salvo en el primer semestre de 2012). Sin embargo, la inflación subyacente se ha situado, en general, dentro de los límites de la banda de tolerancia. No obstante, la reciente presión política sobre el banco central podría socavar la credibilidad de la política monetaria, lo que pone de relieve lo importante que es dotar a los bancos centrales de marcos institucionales sólidos a fin de garantizar su independencia (como se

estipula, además, en el acervo comunitario (*acquis communautaire*) de la UE.

En Turquía, el objetivo de inflación se estableció en el 4 % en 2007 y 2008, con una banda de tolerancia de ± 2 puntos porcentuales, pero se elevó hasta el 7,5 % en 2009. En 2010 y 2011 se redujo hasta el 6,5 % y el 5,5 %, respectivamente, y para 2012 se ha fijado en el 5 %, lo que se considera como un objetivo a medio plazo. Desde 2006, cuando se introdujo plenamente el mecanismo de objetivos de inflación, se han incumplido, en general, los objetivos de final de año salvo en 2009 y 2010.

De forma más general, los desafíos asociados a la política monetaria y a los régimen cambiarios en los países candidatos se refieren a la consecución y el mantenimiento de la estabilidad de precios y a las ramificaciones más amplias que supone para otras políticas la elección de un marco específico. El hecho de que los países de una misma región (por ejemplo, la región occidental de los Balcanes) que se encuentran en unas etapas de desarrollo similares hayan optado por regímenes de política monetaria y cambiarios muy diferentes sugiere que no existe un enfoque único. No obstante, las autoridades económicas nacionales deben ser conscientes de las opciones implícitas que están adoptando para otras áreas como consecuencia de la elección de una política monetaria y un régimen cambiario concretos. Las autoridades monetarias pueden enfrentarse a dilemas igualmente difíciles en materia de políticas en ambos extremos del espectro, con independencia de que hayan elegido un régimen cambiario de libre flotación con objetivos de inflación o un mecanismo «inflexible» que implique un tipo de cambio estrictamente controlado o el uso de una divisa como moneda de curso legal. Además, la eurización unilateral no puede convertirse en un medio para incumplir las disposiciones del Tratado de funcionamiento de la Unión Europea (en adelante «el Tratado») que rigen la adopción del euro con el objetivo de asegurar una convergencia duradera (véase recuadro 3).

Las experiencias durante la crisis de los países candidatos que han adoptado regímenes cambiarios estrictamente controlados o que no tienen una moneda

nacional propia sugieren que esos mecanismos plantean, con bastante más frecuencia, ciertas exigencias para las autoridades económicas nacionales, debido al hecho de que no solo limitan el margen de maniobra de los países con respecto a la política monetaria en sí, sino que además, imponen una carga más pesada sobre otras áreas de la política económica. La ejecución de la política fiscal, en particular, ha de ser especialmente prudente en esos casos, ya que ha de servir como el principal elemento de estabilización de la economía. De la misma manera, el hecho de que el tipo de cambio no pueda utilizarse para absorber las perturbaciones y facilitar el ajuste en una fase de desaceleración significa, *ceteris paribus*, que los mercados de trabajo y de productos han de ser más flexibles que en los países con regímenes de tipo de cambio flotante, a fin de permitir el ajuste nominal de los salarios y los precios.

Además, un régimen cambiario estrictamente controlado puede contribuir a estimular el endeudamiento en moneda extranjera en mucho mayor medida que otros factores comunes a países con regímenes cambiarios más flexibles (como las expectativas optimistas respecto a la convergencia). Cabe señalar, a este respecto, que dos de los tres países candidatos en los que los activos y los pasivos denominados en moneda extranjera representan el porcentaje más elevado de los activos y pasivos totales tienen en vigor regímenes cambiarios estrictamente controlados.

A su vez, un volumen significativo de préstamos denominados en moneda extranjera limita el margen de maniobra de la política monetaria, ya que una depreciación de la moneda nacional entraña efectos negativos para los balances que serían un riesgo para la estabilidad financiera. Además, el uso generalizado de monedas extranjeras —en lugar de la moneda nacional— complica la transmisión de las decisiones de política monetaria de los bancos centrales a los tipos de interés nacionales. Por consiguiente, fomentar activamente el uso de las monedas nacionales podría ser una estrategia viable a efectos de brindar a la política monetaria un margen de maniobra adicional y hacer frente a los desafíos que puedan plantearse en materia de estabilidad financiera (véase sección 5.2).

Recuadro 3

POSICIÓN DE LA UE Y DEL BCE EN RELACIÓN CON LA EUROIZACIÓN UNILATERAL EN LOS PAÍSES EN VÍAS DE ADHESIÓN

En noviembre de 2000, el Consejo ECOFIN adoptó una posición en relación con la euroización unilateral, como parte de su estrategia sobre los aspectos de la ampliación de la UE relativos a los tipos de cambio, y afirmó que «los países candidatos a la adhesión que deseen sumarse al MTC II con relativa rapidez tras la adhesión tienen ya que reexaminar sus políticas con vistas a su eventual pertenencia a dicho mecanismo. En este contexto, debería quedar claro que cualquier adopción unilateral de la moneda única mediante la «euroización» iría en contra del razonamiento económico de la UEM subyacente en el Tratado, que prevé la adopción final del euro como última fase de un proceso estructurado de convergencia en un marco multilateral. Por lo tanto, la «euroización» unilateral no constituiría un modo de evitar las etapas previstas por el Tratado para la adopción del euro».¹

En diciembre de 2003 el Consejo de Gobierno del BCE publicó una posición relativa a cuestiones relacionadas con los tipos de cambio de los países adherentes², en la que indicaba que la adopción unilateral de la moneda única mediante una «euroización» fuera del marco del Tratado sería contraria al razonamiento económico en que se basa la UEM.

Además, en 2007 el Consejo ECOFIN adoptó una declaración específica sobre Montenegro³ con ocasión de la firma de su Acuerdo de Estabilización y Asociación, en la que recalcó que «el uso presente que se hace en Montenegro del euro, decidido por las autoridades montenegrinas en circunstancias excepcionales, es completamente distinto del uso que se hace en los países miembros de la zona del euro». Al mismo tiempo, el Consejo ECOFIN reiteró que «la «euroización» unilateral no es compatible con el Tratado [...]. Un Estado miembro de la UE no puede adoptar el euro y unirse a la zona del euro sin cumplir todos los criterios definidos en el Tratado. Entre estos está el de conseguir un alto nivel de convergencia sostenible, según se define en el Tratado». El Consejo ECOFIN concluyó que «las consecuencias del marco del Tratado para el régimen monetario de Montenegro se detallarán a su debido tiempo, a más tardar en el momento de unas posibles negociaciones futuras de adhesión a la UE»⁴.

1 Informe del Consejo ECOFIN al Consejo Europeo de Niza sobre los aspectos de la ampliación relativos a los tipos de cambio, Bruselas, 8 de noviembre de 2000, nota de prensa del Consejo de la Unión Europea n.º 13055/00.

2 Posición del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo relativa a cuestiones relacionadas con los tipos de cambio de los países adherentes, Fráncfort del Meno, 18 de diciembre de 2003.

3 Montenegro introdujo unilateralmente el euro como moneda de curso legal en enero de 2002.

4 Decisión del Consejo sobre la firma en nombre de la Comunidad Europea de un Acuerdo de Estabilización y Asociación entre las Comunidades Europeas y sus Estados miembros, por una parte, y la República de Montenegro, por otra, Bruselas, 9 de octubre de 2007, nota de prensa del Consejo de la Unión Europea n.º 13484/07.

5.2 DESAFÍOS EN MATERIA DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Un desafío que tienen planteado desde hace tiempo la mayoría de los países candidatos en relación con la estabilidad financiera es el predominio de los préstamos denominados en (o indicados a) monedas extranjeras⁸. El volumen de préstamos en moneda extranjera (especialmente en euros) se man-

tiene persistentemente alto en países como Croacia, la antigua República Yugoslava de Macedonia y Serbia (véase cuadro 4). Este tipo de préstamos entraña varios riesgos en relación con la estabilidad financiera tanto para los prestatarios como para los

8 Véase, por ejemplo, «Foreign currency lending in CESEE countries: evidence from the OeNB euro survey» y «Risks and costs associated with foreign currency lending», *The international role of the euro*, BCE, julio de 2011.

Cuadro 4 Algunos indicadores de estabilidad financiera de los países candidatos a la UE

(porcentajes)	Préstamos morosos ¹⁾	Ratio de adecuación del capital	Ratio de préstamos en moneda extranjera ²⁾	Ratio activos líquidos/activos totales	Ratio préstamos/depósitos ³⁾
Croacia	12,6	19,9	74,6	29,6	126,4
A.R.Y. de Macedonia	9,9	17,5	58,3	26,5	86,4
Islandia	22,9	21,7	28,0	16,0	124,2
Montenegro	15,5	16,5	...	19,9	...
Turquía	2,7	16,6	26,9	51,1	94,9
Serbia	18,8	19,7	75,6	36,7	...

Fuentes: Haver Analytics, FMI y fuentes nacionales.

Nota: Los datos corresponden al primer trimestre de 2012, salvo en el caso de Islandia (cuarto trimestre de 2011), Montenegro (cuarto trimestre de 2011) y Serbia (tercer trimestre de 2011).

1) En porcentaje de los préstamos totales.

2) Préstamos denominados en (o indicados a) monedas extranjeras en porcentaje de los préstamos totales.

3) Datos correspondientes al cuarto trimestre de 2011.

prestamistas. En la medida en que los prestatarios (ya se trate de hogares o empresas) no cubran esos préstamos, serán vulnerables al riesgo cambiario. Las entidades de crédito que conceden dichos préstamos están expuestas indirectamente al riesgo cambiario, que puede materializarse en forma de riesgo de crédito si los prestatarios que no cubren sus préstamos en moneda extranjera no pueden reembolsarlos plenamente debido a que la depreciación de la moneda nacional infla el valor de los reembolsos de deuda en esa moneda. Además, las instituciones financieras que otorguen préstamos denominados en moneda extranjera pueden quedar expuestas al riesgo de financiación si dependen en gran medida de la financiación mayorista o de los recursos proporcionados por un banco matriz más que de los depósitos locales⁹. Asimismo, los préstamos en moneda extranjera pueden estimular un crecimiento excesivo del crédito, dado que los tipos de interés extranjeros, más bajos, pueden incentivar un aumento de la demanda de préstamos, lo que, a su vez, podría contribuir a la formación de burbujas de precios de los activos y —si el préstamo en moneda extranjera se financia mediante entradas de capital (por ejemplo, flujos de capital a filiales locales a través de bancos matrices)— a la acumulación de desequilibrios externos insostenibles (véase también la sección 3).

Cabe señalar que los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los préstamos denominados en moneda extranjera al sector privado no financiero no se limitan a los países candidatos y

posibles candidatos. De hecho, se aplican también a algunos Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. Por este motivo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) ha publicado varias recomendaciones al respecto. Aunque van dirigidas a los Estados miembros de la UE, también son relevantes para los países candidatos y posibles candidatos¹⁰.

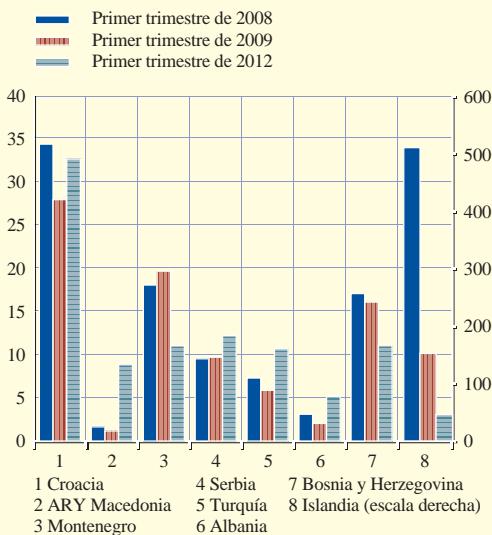
Más recientemente, los países candidatos han tenido que hacer frente también a algunos desafíos relacionados con la gestión de los riesgos de crédito y de liquidez de financiación a raíz de la crisis financiera mundial. Por lo que respecta al riesgo de crédito, si bien los sistemas bancarios de los países candidatos tienen ratios de adecuación del capital relativamente altas (véase cuadro 4), en algunos países, las ratios de morosidad han tendido a aumentar en los últimos años. Especialmente en los países en los que se prevé que las perspectivas económicas sigan siendo moderadas, preocupa la posibilidad de un nuevo deterioro de las carteras de préstamos de los bancos. En cuanto a los riesgos de liquidez de financiación, el riesgo principal radica en que se produzca un desapalancamiento desordenado por parte de los bancos extranjeros (muchos de los cuales tienen su sede central en la

9 Un problema que preocupa especialmente, habida cuenta de la fuerte presencia de instituciones extranjeras en los sistemas bancarios nacionales de los países candidatos, bien en forma de sucursales o de filiales.

10 Véanse las recomendaciones de la JERS sobre los préstamos en moneda extranjera publicadas en octubre de 2011 (www.esrb.europa.eu).

Gráfico 7 Saldo de activos de las entidades de crédito declarantes al BPI frente a los países candidatos y posibles candidatos

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BPI.

Nota: Las cifras indican solo los activos frente al sector bancario.

UE), riesgo que, hasta ahora, ha logrado evitarse en gran medida¹¹ (véase gráfico 7).

La reducción observada en los últimos años en el saldo de activos de los bancos informantes al BPI frente a los sistemas bancarios de los países candidatos ha sido más pronunciada en el caso de Montenegro y, más especialmente, de Islandia (véase también recuadro 2). Es inevitable —e incluso justificado en la medida en que se corrijan los excesos del pasado— que se produzca cierto desapalancamiento. La evidencia disponible sugiere que el desapalancamiento por parte de los bancos extranjeros —medido por las variaciones intertrimestrales de las posiciones exteriores de los bancos informantes al BPI— cobró impulso en el segundo semestre de 2011, coincidiendo con las tensiones en los mercados de financiación y con los esfuerzos realizados por los organismos reguladores para mejorar la capitalización de las entidades extranjeras (o matrices). Sin embargo, el ritmo de desapalancamiento parece haberse estabilizado en el primer trimestre de 2012, coincidiendo con las medidas adoptadas para mejorar la financiación y las condiciones del capital de las

entidades de crédito en la UE y con la mejora del clima en determinados segmentos del mercado financiero. No obstante, habida cuenta de que persisten las tensiones en el sector bancario, probablemente se mantendrá el riesgo de que aumente de nuevo el desapalancamiento por parte de los bancos matrices en los países candidatos (y en otros países de la región). Para contrarrestar este riesgo a largo plazo, la creación de una sólida base de depósitos locales, sumada a unos mercados financieros nacionales viables constituiría posiblemente una piedra angular de la estrategia de política necesaria para hacer frente a las vulnerabilidades en esta materia.

5.3 DESAFÍOS EN MATERIA DE COMPETITIVIDAD

A diferencia de muchas otras economías emergentes, en las que los principales desafíos guardan relación con la necesidad de reconducir sus estrategias de desarrollo, abandonando la dependencia de un crecimiento inducido por las exportaciones para prestar más atención a la demanda interna, a los países candidatos se les plantea, en general, el reto de redirigir la atención hacia los factores determinantes del crecimiento externos en detrimento de los internos. De hecho, podría parecer que las políticas que hacen hincapié en el fortalecimiento del sector exterior son un requisito previo para imprimir un mayor dinamismo a la actividad económica, especialmente si los flujos de capital no retornan a los niveles observados antes de la crisis. Ello contribuiría también a corregir en mayor medida los desequilibrios externos acumulados en muchos países candidatos antes de la crisis.

Por consiguiente, es probable que los aspectos relativos a la competitividad cobren más importancia, habida cuenta también de las crecientes presiones que, en materia de competencia, tendrán que soportar estos países dentro del mercado único cuando se incorporen a la UE (y, en última instancia, a la zona del euro). Las cuestiones relativas a la competitividad en algunos países de la zona del euro son ilustrativas a este respecto.

11 Véase también «EU bank deleveraging – driving forces and strategies», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2012.

Cuadro 5 Evolución de los precios, los costes y las cuotas de mercado de exportación en los países candidatos

(índice 2007 = 100)

	Tipo de cambio efectivo real		Costes laborales unitarios		Cuota en los mercados mundiales de exportación	
	2005	2011	2005	2011	2005	2011
Croacia	97,4	99,3	94,0	107,4	101,9	79,5
A.R.Y. de Macedonia	100,1	102,2	90,9	121,0	82,0	104,6
Islandia	103,0	67,3	81,6	112,3	98,0	90,2
Montenegro	n/d	101,0	72,9	144,0 ¹⁾	83,5	91,0
Serbia	83,3	104,8	82,4	103,8	74,6	107,0
Turquía	85,5	112,0	86,0	104,8	98,0	99,0
UE 12	92,6	104,1	89,2	110,5	88,2	101,7
UE 15	98,9	95,9	96,6	108,9	102,0	86,4

Fuentes: BPI, Comisión Europea, FMI, Haver Analytics, estadísticas nacionales y cálculos del BCE.

Notas: La UE 12 comprende Bulgaria, Chipre, la República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia. La UE 15 comprende Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, España, Suecia y Reino Unido.

1) Datos correspondientes a 2010.

En los años que precedieron a la crisis, los indicadores de competitividad en términos de precios y costes experimentaron un gradual deterioro en todos los países candidatos. Los incrementos de los costes laborales unitarios fueron particularmente pronunciados en Islandia, la antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Turquía (que forma parte, discutiblemente, del proceso de convergencia). La evidencia disponible para la mayoría de los países candidatos sugiere que, en los últimos años anteriores a la crisis, la productividad no logró mantenerse al ritmo de los incrementos de los costes laborales unitarios. El incremento de los costes se asoció a un aumento de los precios (por ejemplo, en el sector de bienes no comerciables, hacia el que se canalizaron en gran medida las entradas de capital y el crédito), lo que dio lugar, a su vez, a apreciaciones de los tipos de cambio efectivos reales, especialmente en Serbia y Turquía. A pesar de esta evolución, la mayoría de los países candidatos registraron, de hecho, aumentos de sus cuotas de exportación en los mercados mundiales en el período que precedió a la crisis, debido en parte a la mayor apertura de estos países al comercio exterior.

Por el contrario, el inicio de la crisis se asoció, en general, a una caída de las cuotas de exportación, que resultaron particularmente pronunciadas en Croacia e Islandia, cuyas cuotas de exportación se habían reducido, a finales de 2011, por debajo de los niveles de 2005 (véase cuadro 5). Tras la crisis, los tipos de cambio efectivos reales de los países

candidatos se han depreciado, en general, o se han estabilizado, pero no ha sucedido lo mismo con los costes laborales. Otros factores relacionados con la calidad de las instituciones podrían haber afectado también a la competitividad. La evolución en este terreno sugiere que, si bien se han registrado mejoras significativas en los últimos años, los países candidatos siguen yendo a la zaga de los países de Europa Central y Oriental que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007 (véase cuadro 1).

6 CONCLUSIONES

El crecimiento en los países candidatos era, en general, sólido antes de 2009, pero tendió a asociarse con un aumento de los desequilibrios externos e internos que resultó insostenible en presencia de una perturbación externa de la magnitud de la crisis financiera mundial. Posteriormente, el agotamiento de la financiación externa tras la quiebra de Lehman Brothers también sacó a la luz otros factores de vulnerabilidad que padecían desde hacía tiempo los países candidatos y que no se habían abordado en el contexto de la rápida expansión financiera que precedió a la crisis. Si bien la expansión financiera forma parte normalmente del proceso de convergencia, en algunos países dio lugar a una dinámica insostenible. Las medidas de política adoptadas para hacer frente a la crisis estuvieron condicionadas por los marcos de política monetaria y los régimen cambiarios elegidos por las respectivas autoridades.

La experiencia de la crisis, sumada a las tensiones que aún se observan en algunos países de la zona del euro, debería recordar a las autoridades de los países candidatos la necesidad de perseverar en las medidas de política para lograr una convergencia sostenible y duradera. En una situación en la que el entorno exterior es menos favorable, estos países se enfrentan a desafíos muy importantes en diversos ámbitos. En materia de estabilidad financiera, resulta crucial, entre otras cosas, hacer frente a las vulnerabilidades derivadas de los préstamos denominados en moneda extranjera y gestionar los riesgos de crédito y de financiación. Por lo que respecta a la política monetaria, la primera prioridad ha de ser alcanzar y mantener la estabilidad de precios, para lo cual es necesario que los bancos centrales cuenten con un marco institucional sólido que garantice su independencia, en consonancia con el acervo comunitario de la UE. Otro desafío será el de satisfacer con éxito las mayores exigencias que, como cabría esperar, imponen los regímenes cambiarios estrictamente controlados, a los responsables nacionales de las políticas económicas, así como la necesidad de mantenerse alerta respecto a las relaciones que existen entre la política monetaria y la

estabilidad financiera en un marco dado. Mantener y mejorar la competitividad es también un requisito esencial para los países candidatos. La cuestión clave para muchos de ellos es cómo retornar a una senda de crecimiento económico más dinámico. Para ello es esencial reequilibrar la actividad económica desplazándola de los factores internos que determinan el crecimiento a los factores externos, partiendo del supuesto de que la abundante afluencia de capital y crédito que respaldó la demanda interna antes de 2009 no era sostenible ni volverá a materializarse hasta ese punto en el futuro.

En general, hay que tener presente que, tanto la pertenencia a la UE como la eventual adopción del euro, deberían considerarse como un medio para la consecución de un fin —a saber, una auténtica convergencia, estabilidad y prosperidad— más que como objetivos en sí mismos. Las tensiones que se observan actualmente en algunos países de la zona del euro deberían servir también para recordar que la adopción del euro no garantiza, por sí sola, el mantenimiento de la convergencia si no se aplican las políticas apropiadas ni se emprenden las reformas necesarias.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

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

¹ Puede solicitarse más información a través de statistics@ecb.europa.eu. Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección Statistics 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	\$56
6.2	Deuda	\$57
6.3	Variaciones de la deuda	\$58
6.4	Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales	\$59
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	\$60
7	TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTES AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$61
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$62
7.3	Cuenta financiera	\$64
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$70
7.5	Comercio exterior de bienes	\$71
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	\$73
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$74
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	\$75
9.2	En Estados Unidos y Japón	\$76
LISTA DE GRÁFICOS		\$77
NOTAS TÉCNICAS		\$79
NOTAS GENERALES		\$85

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés¹⁾

	M1 ²⁾ 1	M2 ²⁾ 2	M3 ^{2,3)} 3	Media móvil de 3 meses (centrada) 4	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾ 5	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾ 6	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período) 7	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) 8
2010	8,5	1,8	0,3	-	0,5	4,2	0,81	3,36
2011	2,1	2,3	1,5	-	2,2	0,8	1,39	2,65
2011 IV	2,0	2,1	1,5	-	1,8	-0,4	1,50	2,65
2012 I	2,4	2,5	2,2	-	0,7	0,3	1,04	2,60
II	2,9	2,8	2,7	-	-0,1	2,7	0,69	2,32
III	4,7	3,2	3,1	-	-0,5	-	0,36	1,94
2012 May	3,5	2,9	2,9	2,8	-0,2	3,0	0,68	1,89
Jun	3,7	3,0	3,0	3,2	-0,4	2,2	0,66	2,32
Jul	4,7	3,5	3,6	3,1	-0,4	1,2	0,50	1,87
Ago	5,2	3,2	2,8	3,0	-0,6	0,6	0,33	1,91
Sep	5,0	3,1	2,7	-	-0,8	-	0,25	1,94
Oct	-	-	-	-	-	-	0,21	1,95

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

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

3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldo a fin de período) 4	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB) 5	Deuda externa bruta (en % del PIB) 6	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 ⁶⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estad- ounidense/euro 9				
	Cuenta corriente y cuenta de capital 1	Bienes 2	Inversiones directas y de cartera 3				Nominal 7						
2010	10,9	18,2	29,1	591,2	-13,8	118,3	103,6	101,6	1,3257				
2011	23,9	9,2	119,2	667,1	-14,0	117,1	103,4	100,7	1,3920				
2011 IV	42,7	15,8	-69,7	667,1	-14,0	117,1	102,1	99,4	1,3482				
2012 I	-2,6	6,3	-74,5	671,2	-10,7	117,5	99,5	96,9	1,3108				
II	17,3	25,7	76,0	701,5	-8,8	118,8	98,2	95,9	1,2814				
III	-	-	-	733,8	-	-	95,9	93,8	1,2502				
2012 May	-3,4	6,1	34,0	695,7	-	-	98,0	95,7	1,2789				
Jun	17,7	14,3	42,6	701,5	-	-	97,2	94,9	1,2526				
Jul	14,5	11,1	18,2	724,8	-	-	95,3	93,2	1,2288				
Ago	8,5	4,4	-3,4	716,1	-	-	95,2	93,2	1,2400				
Sep	-	-	-	733,8	-	-	97,2	95,0	1,2856				
Oct	-	-	-	-	-	-	97,8	95,5	1,2974				

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.

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

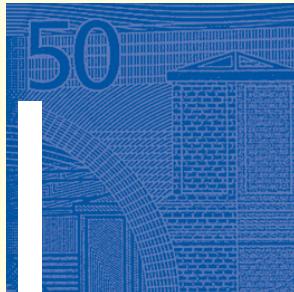
2) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.

3) M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.

4) Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.

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

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



ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	5 octubre 2012	12 octubre 2012	19 octubre 2012	26 octubre 2012	2 noviembre 2012
Oro y derechos en oro	479.106	479.106	479.107	479.107	479.108
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	257.825	258.416	258.859	260.111	258.358
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	39.713	39.135	37.971	38.289	37.275
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.201	16.912	17.133	17.268	16.560
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	1.162.312	1.148.612	1.150.496	1.135.148	1.131.744
Operaciones principales de financiación	102.886	89.783	91.813	77.293	83.730
Operaciones de financiación a plazo más largo	1.058.750	1.057.534	1.057.534	1.057.534	1.047.496
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	669	1.291	1.035	316	514
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	7	4	114	6	4
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	211.168	220.585	214.553	230.744	232.223
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	596.870	596.465	594.084	591.733	590.204
Valores mantenidos con fines de política monetaria	280.008	279.748	279.298	279.010	278.268
Otros valores	316.862	316.716	314.787	312.723	311.936
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	30.010	30.010	30.010	30.010	30.010
Otros activos	268.384	264.401	264.356	264.132	265.211
Total activo	3.062.589	3.053.641	3.046.569	3.046.543	3.040.693

2. Pasivo

	5 octubre 2012	12 octubre 2012	19 octubre 2012	26 octubre 2012	2 noviembre 2012
Billetes en circulación	894.360	892.205	889.092	888.103	893.220
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	1.028.244	998.909	993.657	993.442	987.986
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	521.337	527.512	533.667	515.268	515.396
Facilidad de depósito	296.464	260.477	248.711	266.967	261.368
Depósitos a plazo	209.000	209.500	209.500	209.500	209.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1.443	1.419	1.778	1.708	1.723
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	6.122	6.145	6.161	6.448	6.064
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	128.650	154.735	156.892	151.204	151.782
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	164.572	164.539	163.410	168.893	164.878
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	4.761	4.738	5.767	6.414	4.122
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	7.114	7.126	5.617	5.883	5.523
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	56.243	56.243	56.243	56.243	56.243
Otros pasivos	234.149	230.626	231.355	231.539	232.499
Cuentas de revalorización	452.824	452.824	452.824	452.824	452.824
Capital y reservas	85.551	85.551	85.551	85.551	85.551
Total pasivo	3.062.589	3.053.641	3.046.569	3.046.543	3.040.693

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

Con efectos desde: ¹⁾	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación		
			Nivel	Nivel		Nivel	Variación
			1	2	3	4	
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.

- 1) Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. 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.
- 2) El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la transición al nuevo régimen.
- 3) El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas.
- 4) Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- 5) El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante 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 1 Ago	132.768	97	132.768	0,75	-	-	-	-	7
8	133.426	87	133.426	0,75	-	-	-	-	7
15	130.578	86	130.578	0,75	-	-	-	-	7
22	131.245	91	131.245	0,75	-	-	-	-	7
29	131.484	92	131.484	0,75	-	-	-	-	7
5 Sep	126.334	84	126.334	0,75	-	-	-	-	7
12	130.342	80	130.342	0,75	-	-	-	-	7
19	119.838	84	119.838	0,75	-	-	-	-	7
26	117.383	85	117.383	0,75	-	-	-	-	7
3 Oct	102.886	84	102.886	0,75	-	-	-	-	7
10	89.783	86	89.783	0,75	-	-	-	-	7
17	91.813	96	91.813	0,75	-	-	-	-	7
24	77.293	93	77.293	0,75	-	-	-	-	7
31	83.730	87	83.730	0,75	-	-	-	-	7
7 Nov	79.474	81	79.474	0,75	-	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo ⁵⁾									
2012 9 May	12.988	20	12.988	1,00	-	-	-	-	35
31	8.307	33	8.307	0,86	-	-	-	-	91
13 Jun	18.905	21	18.905	1,00	-	-	-	-	28
28	26.295	50	26.295	0,79	-	-	-	-	91
11 Jul	24.398	27	24.398	0,75	-	-	-	-	28
26	8.450	36	8.450	0,75	-	-	-	-	98
8 Ago	25.180	28	25.180	0,75	-	-	-	-	35
30 ⁶⁾	9.746	36	9.746	-	-	-	-	-	91
12 Sep	13.844	26	13.844	0,75	-	-	-	-	28
27 ⁶⁾	18.709	55	18.709	-	-	-	-	-	84
10 Oct	12.629	27	12.629	0,75	-	-	-	-	35
1 Nov ⁶⁾	6.156	52	6.156	-	-	-	-	-	91

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
						Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2012 1 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	463.066	72	211.500	-	-	0,75	0,02	0,01	7
8	Captación de depósitos a plazo fijo	419.957	67	211.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	419.503	58	211.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	446.823	57	211.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
29	Captación de depósitos a plazo fijo	452.904	56	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
5 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	460.886	57	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	433.177	58	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
19	Captación de depósitos a plazo fijo	468.232	59	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	385.607	49	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
3 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	420.868	56	209.000	-	-	0,75	0,01	0,01	7
10	Captación de depósitos a plazo fijo	444.984	55	209.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
17	Captación de depósitos a plazo fijo	418.992	60	209.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
24	Captación de depósitos a plazo fijo	425.726	60	209.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
31	Captación de depósitos a plazo fijo	404.051	56	209.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7
7 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	459.619	62	208.500	-	-	0,75	0,01	0,01	7

Fuente: BCE.

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

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 Abr	19.172,3	10.013,4	726,5	2.736,0	1.349,9	4.346,5
May	19.253,6	10.031,6	716,1	2.736,6	1.406,7	4.362,6
Jun	19.077,1	10.059,8	701,3	2.708,9	1.284,8	4.322,3
Jul	19.077,4	10.025,9	724,6	2.655,6	1.332,9	4.338,4
Ago	18.943,3	9.977,3	714,4	2.643,9	1.287,7	4.320,1

2. Reservas mantenidas

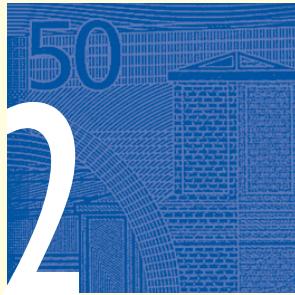
Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito		Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
		1	2			
2008	217,2	218,7		1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4		1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5		0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2		4,5	0,0	1,25
2012 12 Jun	106,6	110,8		4,2	0,0	1,00
10 Jul	106,9	111,5		4,6	0,0	1,00
7 Ago	107,0	510,2		403,2	0,0	0,75
11 Sep	107,1	540,0		432,9	0,0	0,75
9 Oct	107,0	538,1		431,1	0,0	0,75
13 Nov	106,4					

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez							Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria		
	Operaciones de política monetaria del Eurosystema							Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosystema	Otros factores (neto)					
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosystema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ³⁾	Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
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 8 May	659,3	47,0	1.088,7	1,0	281,3	771,4	214,0	872,7	137,1	-28,5	110,5	1.754,6			
12 Jun	656,8	58,1	1.071,0	1,6	281,1	770,8	212,8	880,8	117,8	-24,2	110,8	1.762,3			
10 Jul	666,7	160,7	1.074,9	1,8	280,7	770,6	210,9	892,5	138,8	60,6	111,5	1.774,6			
7 Ago	678,9	146,0	1.079,9	0,8	281,0	343,1	211,5	897,7	130,7	93,5	510,2	1.751,0			
11 Sep	676,8	130,6	1.076,8	0,8	279,7	328,6	210,5	897,6	107,0	81,0	540,0	1.766,2			
9 Oct	681,5	117,6	1.062,8	1,1	279,6	305,4	209,0	892,7	101,4	96,0	538,1	1.736,2			

Fuente: BCE.

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



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ³⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2010	3.212,4	1.566,8	18,6	0,9	1.547,3	573,6	425,4	9,4	138,7	-	18,6	684,1	8,0	361,4
2011	4.700,3	2.780,5	18,0	1,0	2.761,5	717,2	556,9	10,1	150,2	-	20,3	779,2	8,1	395,0
2012 II III ^(p)	5.572,8 5.493,3	3.656,6 3.520,7	17,0 17,1	1,0 1,0	3.638,7 3.502,7	729,6 730,0	569,7 572,4	10,1 10,8	149,7 146,7	-	20,9 21,7	793,6 843,6	8,2 8,4	363,9 368,9
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	5.572,8 5.606,4 5.628,1 5.493,3	3.656,6 3.654,7 3.674,8 3.520,7	17,0 16,9 16,9 17,1	1,0 1,0 1,0 1,0	3.638,7 3.636,8 3.656,9 3.502,7	729,6 730,0 731,1 730,0	569,7 569,5 571,5 572,4	10,1 10,4 10,6 10,8	149,7 150,1 148,9 146,7	-	20,9 21,0 21,6 21,7	793,6 828,0 822,6 843,6	8,2 8,3 8,3 8,4	363,9 364,3 369,6 368,9
	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	1.517,4	1.852,0	50,2	1.211,8	4.253,0	232,3	4.544,0
2012 II III ^(p)	34.181,2 33.904,8	18.670,5 18.451,7	1.169,8 1.163,4	11.188,0 11.188,2	6.312,7 6.100,2	4.907,2 4.883,4	1.588,6 1.619,2	1.453,5 1.372,1	1.865,2 1.892,1	64,1 61,7	1.204,0 1.222,8	4.292,8 4.203,9	220,7 222,4	4.822,0 4.858,9
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	34.181,2 34.454,1 34.159,2 33.904,8	18.670,5 18.637,5 18.477,7 18.451,7	1.169,8 1.169,4 1.160,0 1.163,4	11.188,0 11.214,6 11.160,8 11.188,2	6.312,7 6.253,6 6.156,9 6.100,2	4.907,2 4.872,7 4.879,7 4.883,4	1.588,6 1.574,8 1.575,4 1.619,2	1.453,5 1.406,4 1.390,7 1.372,1	1.865,2 1.891,5 1.913,6 1.892,1	64,1 61,9 63,8 61,7	1.204,0 1.210,0 1.211,1 1.222,8	4.292,8 4.352,4 4.278,9 4.203,9	220,7 221,1 221,8 222,4	4.822,0 5.098,5 5.026,1 4.858,9

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 II III ^(p)	5.572,8 5.493,3	918,9 917,9	3.425,9 3.261,5	142,4 91,9	11,3 21,3	3.272,2 3.148,3	-	0,0 0,0	521,7 575,2	284,9 305,1	421,4 433,7	
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	5.572,8 5.606,4 5.628,1 5.493,3	918,9 923,1 921,8 917,9	3.425,9 3.389,6 3.414,7 3.261,5	142,4 112,0 80,2 91,9	11,3 27,9 24,1 21,3	3.272,2 3.249,7 3.310,5 3.148,3	-	0,0 0,0 0,0 0,0	521,7 550,9 550,8 575,2	284,9 318,0 311,3 305,1	421,4 424,6 429,4 433,7	
	IFM, excluido el Eurosistema											
2010	32.205,6	-	16.513,5	196,2	10.542,5	5.774,7	612,3	4.848,0	2.045,5	4.213,7	3.972,5	
2011	33.538,3	-	17.317,1	195,5	10.750,9	6.370,7	570,6	5.008,2	2.231,1	3.802,8	4.608,5	
2012 II III ^(p)	34.181,2 33.904,8	-	17.651,5 17.430,6	191,9 206,4	10.837,3 10.824,9	6.622,3 6.399,3	560,9 541,8	4.993,6 4.974,4	2.285,4 2.322,6	3.880,0 3.748,2	4.809,8 4.887,2	
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	34.181,2 34.454,1 34.159,2 33.904,8	-	17.651,5 17.562,1 17.416,5 17.430,6	191,9 190,5 184,8 206,4	10.837,3 10.789,1 10.770,7 10.824,9	6.622,3 6.582,6 6.461,0 6.399,3	560,9 557,2 563,4 541,8	4.993,6 5.041,8 5.031,7 4.974,4	2.285,4 2.298,8 2.306,3 2.322,6	3.880,0 3.890,0 3.810,9 3.748,2	4.809,8 5.104,1 5.030,2 4.887,2	

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos ²⁾
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	25.762,1	12.263,6	1.236,5	11.027,1	3.497,4	1.949,7	1.547,7	800,6	5.005,0	231,5	3.964,1
2011	26.715,5	12.340,1	1.177,6	11.162,5	3.480,3	1.952,7	1.527,5	739,7	5.032,2	240,4	4.882,8
2012 II III ^(p)	27.178,9	12.375,7	1.186,8	11.189,0	3.621,9	2.158,3	1.463,6	731,3	5.086,4	228,9	5.134,7
	27.149,4	12.369,6	1.180,4	11.189,2	3.574,5	2.191,6	1.382,9	750,4	5.047,5	230,7	5.176,7
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	27.178,9	12.375,7	1.186,8	11.189,0	3.621,9	2.158,3	1.463,6	731,3	5.086,4	228,9	5.134,7
	27.519,2	12.401,9	1.186,3	11.215,5	3.561,1	2.144,3	1.416,7	735,5	5.180,4	229,4	5.410,9
	27.300,9	12.338,7	1.176,9	11.161,8	3.548,2	2.146,9	1.401,3	738,1	5.101,6	230,1	5.344,2
	27.149,4	12.369,6	1.180,4	11.189,2	3.574,5	2.191,6	1.382,9	750,4	5.047,5	230,7	5.176,7
Operaciones											
2010	572,6	409,0	203,3	205,7	139,4	140,5	-1,0	5,7	-114,8	2,4	130,8
2011	989,0	59,8	-55,6	115,3	125,0	149,3	-24,3	-29,9	-38,0	7,8	864,2
2012 II III ^(p)	407,3	53,3	33,8	19,5	-1,1	41,5	-42,6	-11,8	-71,2	-0,1	438,3
	-56,7	15,8	-6,6	22,4	-86,1	2,2	-88,3	17,8	-52,4	2,4	45,8
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	-542,8	49,4	25,2	24,2	-19,4	17,4	-36,8	-22,8	-85,2	-1,0	-463,7
	247,6	28,0	-0,6	28,6	-71,6	-17,3	-54,3	5,5	7,6	0,5	277,6
	-165,5	-55,0	-9,3	-45,7	-24,8	-9,5	-15,3	0,0	-23,6	1,2	-63,2
	-138,8	42,8	3,3	39,5	10,4	29,1	-18,7	12,4	-36,4	0,7	-168,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos ²⁾	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2010	25.762,1	808,6	264,2	10.551,2	552,4	2.823,0	2.022,9	4.367,5	4.344,2	28,2
2011	26.715,5	857,5	259,3	10.763,0	520,4	3.006,1	2.219,9	4.088,2	5.019,5	-18,5
2012 II III ^(p)	27.178,9	867,7	334,4	10.848,6	496,8	2.978,7	2.313,5	4.164,9	5.231,2	-56,9
	27.149,4	866,7	298,3	10.846,2	480,1	2.935,5	2.403,7	4.053,3	5.320,9	-55,3
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	27.178,9	867,7	334,4	10.848,6	496,8	2.978,7	2.313,5	4.164,9	5.231,2	-56,9
	27.519,2	871,3	302,5	10.817,0	495,3	3.000,2	2.354,3	4.208,0	5.528,8	-58,1
	27.300,9	870,2	265,0	10.794,8	499,6	2.969,2	2.362,5	4.122,3	5.459,6	-42,3
	27.149,4	866,7	298,3	10.846,2	480,1	2.935,5	2.403,7	4.053,3	5.320,9	-55,3
Operaciones										
2010	572,6	38,6	11,8	332,2	-98,5	39,3	99,8	-28,6	143,0	35,0
2011	989,0	49,1	-0,8	167,5	-29,0	50,4	138,1	-200,1	860,4	-46,6
2012 II III ^(p)	407,3	22,8	8,2	30,3	-0,8	-48,6	54,2	-77,9	437,1	-18,0
	-56,7	-0,9	-36,0	0,6	-16,8	-15,7	20,0	-84,6	80,0	-3,2
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	-542,8	11,4	17,1	31,7	-22,8	-5,4	35,8	-103,4	-504,4	-2,9
	247,6	3,7	-31,8	-37,0	-1,5	8,8	11,9	-3,3	297,9	-1,1
	-165,5	-1,1	-37,7	-15,8	4,2	-10,8	0,6	-45,7	-73,4	14,1
	-138,8	-3,5	33,5	53,3	-19,5	-13,7	7,4	-35,6	-144,5	-16,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro ³⁾			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ⁴⁾				
	M2		M3-M2					Préstamos	Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁵⁾						
	M1	M2-M1	3	4				5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos															
2010	4.702,1	3.707,3	8.409,4	870,2	9.279,6	-	7.292,8	3.212,9	13.244,4	10.898,4	-	-	623,4		
2011	4.790,9	3.799,7	8.590,5	886,6	9.477,1	-	7.680,2	3.156,7	13.287,3	11.022,4	-	-	929,8		
2012 II III ^(p)	4.902,8 5.025,2	3.878,6 3.844,3	8.781,3 8.869,5	859,4 816,0	9.640,7 9.685,5	-	7.622,2 7.654,0	3.312,5 3.383,6	13.180,6 13.099,4	10.978,3 10.945,3	-	-	907,8 972,8		
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	4.902,8 4.966,2 5.045,4 5.025,2	3.878,6 3.875,3 3.832,3 3.844,3	8.781,3 8.841,5 8.877,6 8.869,5	859,4 867,2 842,3 816,0	9.640,7 9.708,7 9.719,9 9.685,5	-	7.622,2 7.636,5 7.637,0 7.654,0	3.312,5 3.324,2 3.335,6 3.383,6	13.180,6 13.140,2 13.127,9 13.099,4	10.978,3 10.980,3 10.974,6 10.945,3	-	-	907,8 971,9 967,9 972,8		
Operaciones															
2010	195,8	-10,3	185,4	-82,5	102,9	-	251,1	344,1	186,7	182,9	239,0	-	-85,6		
2011	82,3	71,2	153,6	-9,9	143,6	-	207,8	92,3	49,8	103,8	130,3	-	162,1		
2012 II III ^(p)	38,7 129,7	1,1 -38,8	39,8 90,9	-8,4 -31,5	31,4 59,4	-	-68,4 -23,1	45,9 39,6	-74,9 -67,9	-20,4 -10,8	-21,4 -1,8	-	-25,3 24,5		
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	20,2 61,7 84,8 -16,9	5,0 -4,9 -44,9 11,1	25,2 56,8 39,9 -5,8	-6,9 8,1 -15,8 -23,8	18,4 64,9 24,1 -29,6	-	-16,0 -29,1 9,6 -3,7	21,0 8,2 -0,7 32,1	-38,9 -44,6 -0,7 -16,6	-3,0 4,0 2,5 -17,2	-7,5 9,6 4,2 -15,6	-	-25,4 24,0 11,2 -10,7		
Tasas de crecimiento															
2010	4,3	-0,3	2,3	-8,3	1,1	1,3	3,6	11,9	1,4	1,7	2,2	-	-85,6		
2011	1,8	1,9	1,8	-1,1	1,5	1,7	2,8	3,1	0,4	0,9	1,2	-	162,1		
2012 II III ^(p)	3,7 5,0	2,2 0,6	3,0 3,1	3,5 -1,4	3,0 2,7	3,2 3,0	-0,4 -1,8	9,5 8,3	-0,6 -1,3	-0,4 -0,8	0,1 -0,4	-	-68,0 -68,5		
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	3,7 4,7 5,2 5,0	2,2 1,9 0,7 0,6	3,0 3,5 3,2 3,1	3,5 4,3 -0,3 -1,4	3,0 3,6 2,8 2,7	3,2 3,1 3,0 -	-0,4 -1,3 -1,5 -1,8	9,5 9,4 8,1 8,3	-0,6 -1,0 -1,2 -1,3	-0,4 -0,4 -0,6 -0,8	0,1 0,1 -0,2 -0,4	-	-68,0 -37,4 -43,9 -68,5		

G1 Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

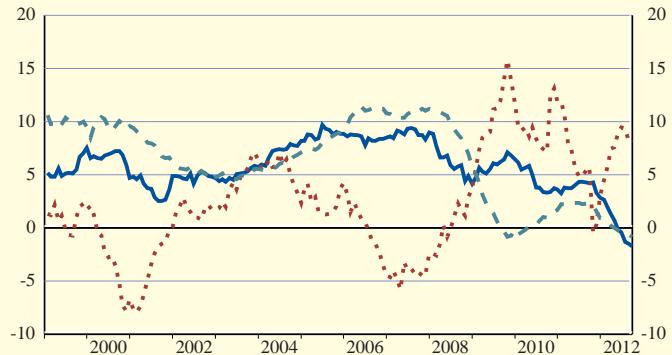
M1
M3



G2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

Pasivos financieros a más largo plazo
Crédito a las AAPP
Crédito a otros residentes en la zona del euro



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.
- Excluyen las adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

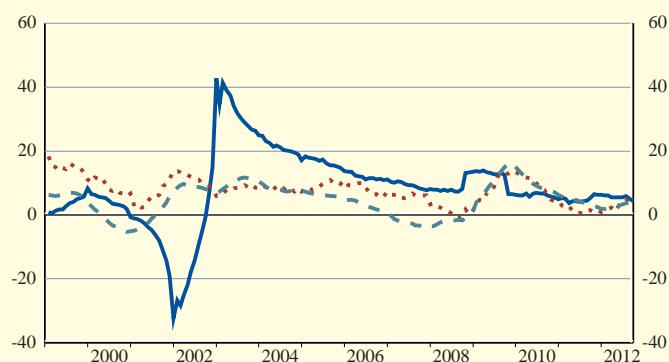
2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales ²⁾	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2010	794,0	3.908,2	1.794,7	1.912,6	178,4	568,7	123,1	2.719,0	118,9	2.448,2	2.006,8
2011	843,2	3.947,6	1.841,2	1.958,4	144,5	535,5	206,6	2.820,6	115,4	2.542,8	2.201,4
2012 II III ^(p)	861,0 867,2	4.041,8 4.157,9	1.871,0 1.803,0	2.007,5 2.041,3	126,9 120,4	500,6 482,3	231,9 213,3	2.737,8 2.715,9	112,6 109,3	2.463,2 2.424,1	2.308,5 2.404,8
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	861,0 866,2 868,2 867,2	4.041,8 4.099,9 4.177,2 4.157,9	1.871,0 1.856,2 1.802,6 1.803,0	2.007,5 2.019,1 2.029,6 2.041,3	126,9 138,7 132,9 120,4	500,6 494,7 489,9 482,3	231,9 233,8 219,4 213,3	2.737,8 2.753,2 2.738,3 2.715,9	112,6 111,6 110,5 109,3	2.463,2 2.417,6 2.424,9 2.424,1	2.308,5 2.354,1 2.363,4 2.404,8
Operaciones											
2010	36,5	159,3	-122,3	112,0	37,7	-101,6	-18,7	59,7	-7,4	102,3	96,5
2011	49,4	32,9	34,6	36,6	-13,5	-29,7	33,2	19,1	-2,5	55,6	135,5
2012 II III ^(p)	13,1 6,3	25,6 123,4	-30,4 -70,9	31,5 32,1	-6,1 -0,9	4,0 -18,4	-6,3 -12,3	-49,6 -0,8	-0,6 -3,3	-62,5 -44,9	44,3 25,9
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	4,3 5,4 1,9 -1,0	15,9 56,4 82,9 -15,9	-5,6 -16,6 -53,5 -0,7	10,6 11,7 8,6 11,8	-4,4 11,6 -0,1 -12,4	-9,2 -5,9 -5,0 -7,5	6,8 2,4 -10,7 -3,9	-11,9 2,3 1,6 -4,7	-0,6 -1,0 -1,1 -1,2	-18,2 -47,1 7,6 -5,4	14,7 16,7 1,6 7,6
Tasas de crecimiento											
2010	4,8	4,3	-6,4	6,2	14,9	-15,2	-13,7	2,3	-5,7	4,5	5,2
2011	6,2	0,8	1,9	1,9	-8,1	-5,1	24,1	0,7	-2,1	2,2	6,7
2012 II III ^(p)	5,5 4,3	3,3 5,1	1,0 -2,9	3,3 4,0	-14,8 -23,5	3,4 -1,0	17,7 17,6	-5,2 -5,2	-5,8 -8,5	-1,8 -4,6	7,9 6,3
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	5,5 5,9 5,2 4,3	3,3 4,5 5,2 5,1	1,0 0,2 -2,5 -2,9	3,3 3,6 3,7 4,0	-14,8 -15,2 -21,9 -23,5	3,4 4,5 1,1 -1,0	17,7 19,8 16,5 17,6	-5,2 -5,0 -5,0 -5,2	-5,8 -6,9 -7,8 -8,5	-1,8 -3,7 -3,7 -4,6	7,9 6,6 6,1 6,3

G3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

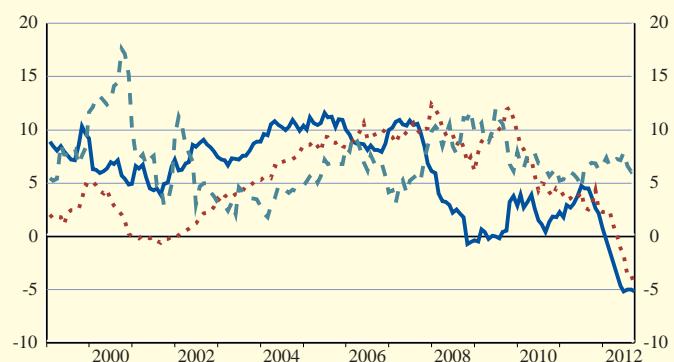
- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

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

3. Préstamos como contrapartida de M3

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ²⁾	Sociedades no financieras						Hogares ³⁾					
			Total	Total	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
					Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	Préstamos no ajustados				8	Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	9		
Saldos vivos														
2010	93,8	978,1	4.668,6	-	1.127,7	899,0	2.641,9	5.158,0	-	638,5	3.700,6	819,0		
2011	91,1	977,5	4.721,3	-	1.146,7	859,6	2.715,0	5.232,5	-	626,3	3.777,6	828,6		
2012 II	83,9	951,7	4.692,0	-	1.151,4	844,6	2.696,0	5.250,7	-	614,1	3.811,0	825,6		
III ^(p)	87,0	962,6	4.656,0	-	1.141,7	827,6	2.686,6	5.239,7	-	603,2	3.812,1	824,4		
2012 Jun	83,9	951,7	4.692,0	-	1.151,4	844,6	2.696,0	5.250,7	-	614,1	3.811,0	825,6		
Jul	83,2	959,0	4.698,7	-	1.165,3	841,5	2.691,9	5.239,3	-	609,2	3.804,4	825,7		
Ago	86,5	960,7	4.683,8	-	1.158,8	835,1	2.689,9	5.243,6	-	606,9	3.810,0	826,8		
Sep ^(p)	87,0	962,6	4.656,0	-	1.141,7	827,6	2.686,6	5.239,7	-	603,2	3.812,1	824,4		
Operaciones														
2010	6,4	32,0	-2,3	44,6	-37,5	-26,5	61,7	146,7	155,4	-8,6	133,6	21,7		
2011	1,3	-35,3	57,4	63,2	22,9	-22,2	56,6	80,4	101,1	-11,5	84,7	7,3		
2012 II	-4,2	-19,7	-6,8	-0,7	13,4	-3,8	-16,4	10,4	3,1	-5,0	18,2	-2,8		
III ^(p)	3,1	10,5	-19,4	-18,5	-3,3	-13,6	-2,5	-5,0	4,1	-8,9	3,9	0,0		
2012 Jun	1,4	-5,0	-3,0	-1,0	1,1	-1,4	-2,7	3,6	-2,8	-4,6	9,7	-1,5		
Jul	-0,7	4,7	8,4	7,7	15,9	-2,8	-4,7	-8,4	-1,7	-4,0	-4,9	0,5		
Ago	3,2	1,8	-6,9	-6,2	-4,2	-4,8	2,1	4,4	5,2	-2,0	5,6	0,7		
Sep ^(p)	0,6	4,0	-20,9	-20,0	-15,0	-6,0	0,1	-0,9	0,6	-2,8	3,2	-1,2		
Tasas de crecimiento														
2010	7,3	3,5	0,0	1,0	-3,2	-2,8	2,4	2,9	3,0	-1,3	3,8	2,8		
2011	1,5	-3,6	1,2	1,4	2,0	-2,5	2,1	1,6	2,0	-1,8	2,3	0,9		
2012 II	-5,9	-2,2	-0,6	-0,4	-1,7	-2,7	0,5	0,2	1,1	-1,9	0,8	-0,5		
III ^(p)	-9,0	-2,0	-1,4	-1,2	-1,9	-4,1	-0,4	0,1	0,9	-2,9	0,7	-0,7		
2012 Jun	-5,9	-2,2	-0,6	-0,4	-1,7	-2,7	0,5	0,2	1,1	-1,9	0,8	-0,5		
Jul	-8,6	-2,9	-0,4	-0,2	0,1	-2,8	0,1	0,3	1,0	-2,1	0,8	-0,5		
Ago	-11,3	-3,5	-0,7	-0,5	-0,2	-3,3	-0,1	0,2	0,9	-2,5	0,8	-0,6		
Sep ^(p)	-9,0	-2,0	-1,4	-1,2	-1,9	-4,1	-0,4	0,1	0,9	-2,9	0,7	-0,7		

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

- Otros intermediarios financieros
- Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

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

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

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

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

G6 Préstamos a hogares ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



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

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

1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Adquisiciones temporales a través de ECC	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Saldos vivos												
2011	83,4	63,7	6,3	13,4	1.116,4	155,6	579,0	214,7	322,6	4.719,0	1.138,9	859,5	2.720,5
2012 II III ^(p)	85,3 89,7	67,5 71,8	5,4 5,7	12,4 12,3	1.148,4 1.199,9	177,1 221,7	582,5 629,6	223,3 227,0	342,6 343,3	4.697,8 4.653,3	1.161,1 1.141,3	843,9 828,4	2.692,7 2.683,7
2012 Jul Ago Sep ^(p)	85,2 88,7 89,7	67,7 70,9 71,8	5,0 5,3 5,7	12,4 12,5 12,3	1.179,4 1.159,8 1.199,9	209,6 199,3 221,7	613,9 588,7 629,6	223,1 225,1 227,0	342,5 346,1 343,3	4.703,6 4.669,0 4.653,3	1.166,9 1.145,4 1.141,3	841,2 833,5 828,4	2.695,5 2.690,1 2.683,7
	Operaciones												
2011	1,8	2,8	1,0	-2,0	-23,7	12,8	-20,7	-9,1	6,1	56,2	22,0	-22,2	56,3
2012 II III ^(p)	-0,9 4,3	-0,1 4,3	0,0 0,3	-0,8 -0,2	-5,7 51,2	-9,6 44,6	-12,0 46,6	-0,5 3,2	6,9 1,4	-0,4 -27,9	22,7 -13,5	-5,4 -12,2	-17,8 -2,2
2012 Jul Ago Sep ^(p)	-0,2 3,5 1,0	0,2 3,2 0,8	-0,4 0,3 0,4	0,0 -19,5 -0,2	28,4 -10,3 42,2	32,5 -25,4 22,4	30,0 -25,4 41,9	-0,8 1,8 2,2	-0,8 4,1 -1,9	7,5 -26,8 -8,6	7,6 -19,1 -2,1	-2,4 -6,2 -3,6	2,3 -1,5 -3,0
	Tasas de crecimiento												
2011	1,9	3,9	19,6	-13,3	-2,1	8,9	-3,4	-4,3	2,0	1,2	2,0	-2,5	2,1
2012 II III ^(p)	-6,0 -8,8	-5,4 -9,0	2,1 6,3	-11,6 -13,1	0,2 1,8	14,4 23,0	-4,6 -1,5	6,4 7,6	5,1 4,5	-0,7 -1,4	-1,7 -1,9	-2,7 -4,1	0,5 -0,4
2012 Jul Ago Sep ^(p)	-8,6 -11,0 -8,8	-8,2 -11,6 -9,0	-6,0 0,0 6,3	-11,8 -11,9 -13,1	1,9 -0,8 1,8	30,3 12,8 23,0	-0,8 -6,4 -1,5	5,8 6,5 7,6	4,3 5,2 4,5	-0,5 -0,7 -1,4	0,0 -0,3 -1,9	-2,8 -3,3 -4,1	0,1 -0,1 -0,4

2. Préstamos a hogares³⁾

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Empresarios individuales	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	Saldos vivos													
2011	5.242,8	628,5	140,9	183,8	303,7	3.784,4	14,5	56,7	3.713,3	829,9	419,7	142,8	87,5	599,6
2012 II III ^(p)	5.256,5 5.245,2	617,2 604,9	137,7 134,1	179,8 176,9	299,6 294,0	3.807,9 3.815,9	14,2 14,4	56,6 56,8	3.737,1 3.744,7	831,4 824,4	417,4 415,2	144,8 138,4	85,4 83,0	601,2 602,9
2012 Jul Ago Sep ^(p)	5.246,3 5.243,3 5.245,2	611,5 607,4 604,9	136,7 134,7 134,1	179,0 178,1 176,9	295,8 294,6 294,0	3.809,4 3.810,5 3.815,9	14,3 14,4 14,4	57,0 57,0 56,8	3.738,0 3.739,1 3.744,7	825,4 825,4 824,4	416,6 416,0 415,2	139,8 138,7 138,4	84,1 83,7 83,0	601,4 603,0 602,9
	Transactions													
2011	81,0	-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 II III ^(p)	26,6 -5,3	0,7 -10,2	1,0 -2,5	0,4 -2,8	-0,7 -4,9	20,6 10,9	0,2 0,4	0,1 0,3	20,3 10,2	5,2 -6,0	-2,9 -1,7	4,2 -6,2	-0,8 -1,9	1,8 2,1
2012 Jul Ago Sep ^(p)	-7,2 -3,0 4,9	-4,8 -3,8 -1,6	-0,5 -1,7 -0,3	-0,9 -1,0 -0,9	-3,4 -1,1 -0,4	3,2 1,2 6,5	0,1 0,0 0,2	0,4 0,0 6,4	2,7 1,2 0,0	-5,7 -0,3 0,0	-0,4 -0,7 -0,6	-4,7 -1,5 -0,1	-1,0 -0,3 -0,6	0,0 1,5 0,7
	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 II III ^(p)	0,2 0,1	-1,9 -2,8	-2,7 -2,8	-2,4 -3,5	-1,3 -2,4	0,8 0,7	-0,7 2,9	3,3 1,8	0,7 0,7	-0,5 0,7	0,8 0,7	-4,7 -5,1	-3,2 -4,5	1,0 0,9
2012 Jul Ago Sep ^(p)	0,2 0,2 0,1	-2,1 -2,5 -2,8	-1,9 -2,5 -2,8	-2,4 -2,0 -3,5	-2,1 -0,4 -2,4	0,8 -0,4 0,7	-0,7 2,9	3,2 2,4 1,8	0,8 0,8 0,7	-0,5 -0,7 -0,7	1,0 0,8 0,7	-3,2 -4,2 -5,1	-4,3 -4,0 -4,5	0,6 0,8 0,9

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

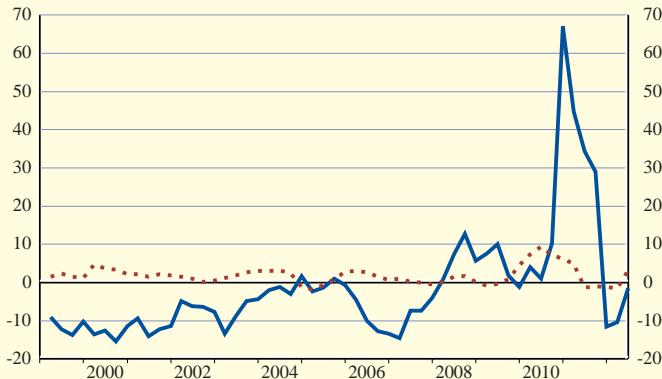
3. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	1.217,9	397,5	225,2	549,1	46,1	2.962,9	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.020,8	2.022,5	998,3	62,4	935,9
2011 III	1.145,4	343,5	224,0	553,2	24,7	3.155,7	2.133,1	1.022,7	62,7	960,0
IV	1.159,6	348,9	221,7	567,4	21,7	3.020,8	2.022,5	998,3	62,4	935,9
2012 I	1.137,5	322,6	224,0	566,9	24,0	3.004,9	1.997,7	1.007,2	59,4	947,8
II ^(p)	1.169,8	339,7	240,1	565,2	25,1	3.084,5	2.060,8	1.023,7	58,0	965,7
Operaciones										
2010	204,2	156,3	14,9	21,1	11,9	4,7	7,6	-3,2	0,5	-3,8
2011	-54,9	-45,9	-0,4	14,6	-23,3	15,1	-26,3	41,4	13,0	28,5
2011 III	-6,7	-3,4	0,6	-1,6	-2,4	64,3	58,9	5,4	1,4	4,0
IV	13,3	4,7	1,2	10,3	-2,9	-151,9	-108,2	-43,7	-1,4	-42,3
2012 I	-21,2	-25,9	-1,7	4,1	2,3	41,1	17,4	23,7	-2,2	25,9
II ^(p)	34,8	19,6	16,1	-1,8	1,2	-15,1	-5,8	-9,6	-3,1	-6,6
Tasas de crecimiento										
2010	20,3	67,1	7,1	4,0	35,1	0,5	0,4	-0,2	0,6	-0,3
2011	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2011 III	6,3	28,9	0,2	1,9	-43,3	5,2	4,0	7,4	24,6	6,4
IV	-4,5	-11,6	-0,2	2,7	-51,6	0,6	-1,1	4,4	26,7	3,2
2012 I	-4,2	-10,4	-2,8	1,9	-41,6	0,0	-0,4	0,8	7,1	0,5
II ^(p)	1,8	-1,4	7,2	2,0	-6,6	-1,9	-1,7	-2,4	-8,6	-2,0

G7 Préstamos a las AAPP²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

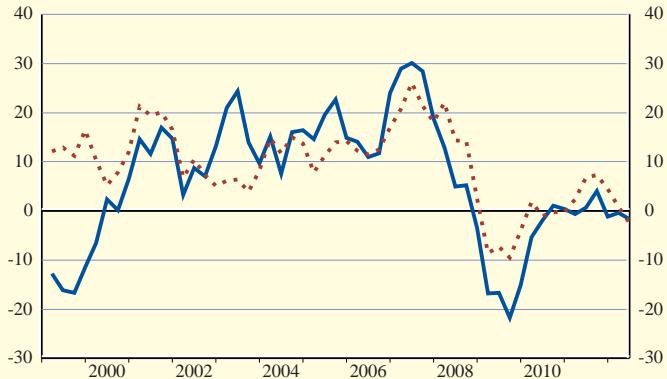
— Administración Central
- - - Otras AAPP



G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro²⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

— Bancos no residentes
- - - No bancos no residentes



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

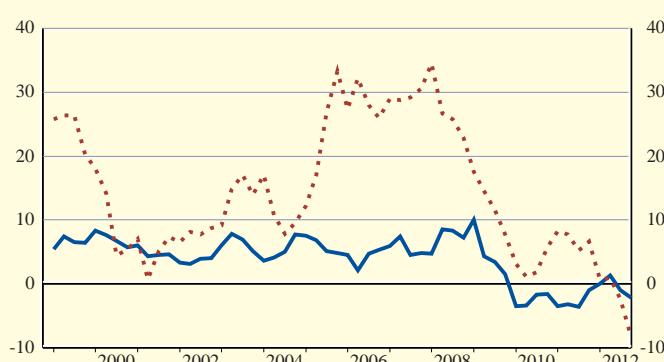
1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							Cesiones temporales	A entidades de contrapartida central		
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso						
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	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 II	692,6	99,0	78,8	499,5	5,8	0,2	9,3	2.149,5	408,1	253,5	1.086,0	13,6	0,3	388,0	295,8			
III ^(p)	697,2	101,7	84,0	494,3	6,3	0,2	10,6	2.102,5	434,6	233,5	1.033,5	12,6	0,3	388,0	297,6			
2012 Jun	692,6	99,0	78,8	499,5	5,8	0,2	9,3	2.149,5	408,1	253,5	1.086,0	13,6	0,3	388,0	295,8			
Jul	701,0	106,2	81,4	497,5	6,1	0,2	9,7	2.101,8	419,4	245,2	1.033,7	12,2	0,2	391,1	295,6			
Ago	694,7	99,6	82,2	496,3	6,2	0,2	10,1	2.074,5	417,0	234,2	1.033,7	12,7	0,3	376,7	287,0			
Sep ^(p)	697,2	101,7	84,0	494,3	6,3	0,2	10,6	2.102,5	434,6	233,5	1.033,5	12,6	0,3	388,0	297,6			
Operaciones																		
2010	-26,5	-3,3	-8,4	-23,2	0,2	6,6	1,6	158,2	45,1	-37,4	53,9	-8,1	0,4	104,2	-			
2011	0,2	11,7	4,2	-14,2	1,1	-0,1	-2,6	13,8	28,8	-29,1	10,5	3,9	0,1	-0,3	5,5			
2012 II	-18,5	0,8	-7,5	-4,8	1,3	0,0	-8,3	-38,7	-13,0	-14,0	-54,0	-1,7	0,0	44,0	36,4			
III ^(p)	4,7	2,9	5,3	-5,2	0,5	0,0	1,3	-50,7	26,9	-22,0	-60,0	-1,7	-0,1	6,2	2,3			
2012 Jun	-15,9	-4,6	-6,4	-2,1	0,4	0,0	-3,3	-19,8	-4,4	-11,1	-12,5	-0,6	0,0	8,9	6,4			
Jul	8,2	7,1	2,5	-2,1	0,3	0,0	0,4	-53,0	10,1	-9,0	-55,4	-1,4	-0,1	2,8	-0,5			
Ago	-6,1	-6,4	0,9	-1,1	0,1	0,0	0,4	-24,5	-1,9	-10,7	0,2	-0,1	0,1	-12,1	-11,9			
Sep ^(p)	2,6	2,2	1,9	-2,0	0,0	0,0	0,5	26,8	18,7	-2,3	-4,9	-0,1	0,0	15,5	14,7			
Tasas de crecimiento																		
2010	-3,6	-3,4	-9,6	-4,2	9,6	-	7,8	8,2	14,4	-11,1	5,0	-48,6	-	41,1	-			
2011	0,0	14,4	5,6	-2,7	43,3	-	-13,1	0,7	8,1	-9,3	0,8	36,0	-	-0,2	2,1			
2012 II	-1,0	16,5	9,5	-4,2	70,3	-	-48,1	-2,5	8,8	-16,0	-5,9	9,9	-	7,3	7,4			
III ^(p)	-2,2	15,5	-0,7	-4,5	63,7	-	-44,6	-8,4	12,9	-25,2	-11,6	5,9	-	-6,9	-7,5			
2012 Jun	-1,0	16,5	9,5	-4,2	70,3	-	-48,1	-2,5	8,8	-16,0	-5,9	9,9	-	7,3	7,4			
Jul	-0,4	27,7	8,1	-4,5	56,0	-	-52,8	-3,7	14,9	-19,9	-9,9	6,4	-	10,5	10,5			
Ago	-2,6	14,0	1,1	-4,7	60,3	-	-48,5	-7,7	11,0	-24,6	-10,3	3,7	-	-4,6	-5,0			
Sep ^(p)	-2,2	15,5	-0,7	-4,5	63,7	-	-44,6	-8,4	12,9	-25,2	-11,6	5,9	-	-6,9	-7,5			

G9 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

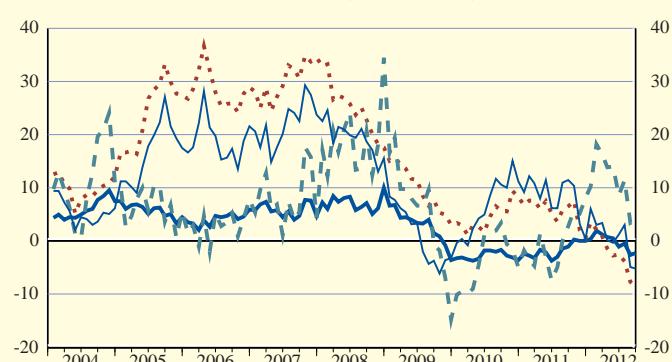
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



G10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

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

	Sociedades no financieras							Hogares ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
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	1.049,2	448,4	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 II III ^(p)	1.678,2 1.700,4	1.065,9 1.093,9	413,4 404,2	103,2 104,8	80,5 83,7	1,7 1,7	13,4 12,2	6.000,8 6.016,9	2.288,5 2.295,6	975,3 974,5	741,4 742,1	1.878,0 1.892,1	103,4 99,6	14,3 13,0
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	1.678,2 1.671,9 1.688,4 1.700,4	1.065,9 1.062,8 1.079,4 1.093,9	413,4 409,6 407,8 404,2	103,2 104,7 105,0 104,8	80,5 79,9 81,8 83,7	1,7 1,5 1,6 1,7	13,4 13,3 12,8 12,0	6.000,8 6.000,1 6.005,6 6.016,9	2.288,5 2.280,2 2.282,1 2.295,6	975,3 975,9 972,9 974,5	741,4 742,3 743,6 742,1	1.878,0 1.885,1 1.892,5 1.892,1	103,4 102,6 101,2 99,6	14,3 14,1 13,3 13,0
Operaciones														
2010	77,5	40,1	22,9	9,0	7,7	-0,2	-2,1	132,7	81,7	-99,0	58,7	113,5	-14,6	-7,5
2011	2,5	8,5	-7,8	8,7	-7,3	0,4	-0,2	134,2	7,4	42,5	50,5	43,5	-2,6	-7,0
2012 II III ^(p)	9,0 28,3	35,1 33,6	-32,6 -10,1	3,1 3,4	4,3 2,5	-0,4 0,0	-0,5 -1,1	52,1 16,8	63,1 8,1	-21,4 -0,4	4,3 0,7	13,2 13,6	-1,6 -3,8	-5,6 -1,3
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	16,0 -5,0 19,0 14,3	23,2 -2,9 20,4 16,1	-7,6 -4,4 -2,5 -3,1	1,0 3,1 0,3 -0,1	1,0 -0,4 0,0 1,9	0,0 -0,2 -0,4 0,1	-1,7 -0,2 6,4 -0,5	39,5 -1,8 2,9 12,2	44,2 -8,8 -2,5 13,9	-8,1 0,1 1,3 2,0	0,5 0,9 6,9 -0,4	5,6 7,1 -1,4 -1,5	-0,9 -0,8 -0,8 -0,3	-1,8 -0,3 -0,8 -0,3
Tasas de crecimiento														
2010	4,9	4,0	5,2	11,2	11,2	-10,1	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011	0,1	0,8	-1,7	9,9	-9,3	28,9	-3,4	2,3	0,3	4,7	7,5	2,4	-2,4	-23,6
2012 II III ^(p)	0,7 2,3	4,6 9,2	-9,3 -13,6	10,6 12,1	-0,2 4,2	-18,5 -0,8	-16,7 -34,5	2,8 3,1	1,2 2,4	7,4 5,6	5,0 4,6	3,4 3,9	-5,4 -8,5	-57,2 -61,4
2012 Jun Jul Ago Sep ^(p)	0,7 0,7 1,8 2,3	4,6 5,4 7,7 9,2	-9,3 -10,7 -11,7 -13,6	10,6 13,2 14,0 12,1	-0,2 0,4 0,5 4,2	-18,5 -25,5 -12,7 -0,8	-16,7 -30,0 -35,2 -34,5	2,8 2,4 2,9 3,1	1,2 0,6 1,9 2,4	7,4 6,4 5,6 5,6	5,0 4,6 5,2 4,6	3,4 3,6 3,7 3,9	-5,4 -6,3 -7,5 -8,5	-57,2 -60,1 -62,1 -61,4

G11 Depósitos totales por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

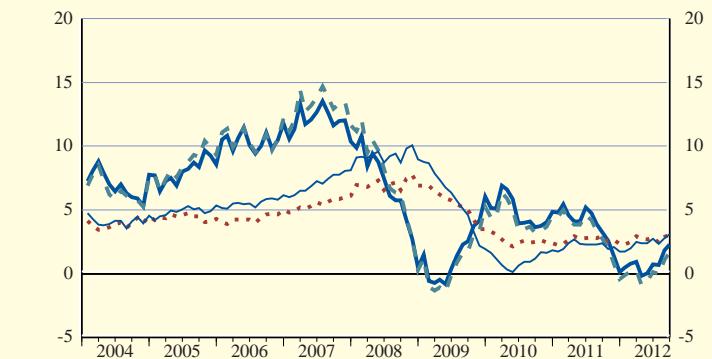
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



G12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)
- - - Sociedades no financieras (incluidos en M3)⁴⁾
- Hogares (incluidos en M3)⁵⁾



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

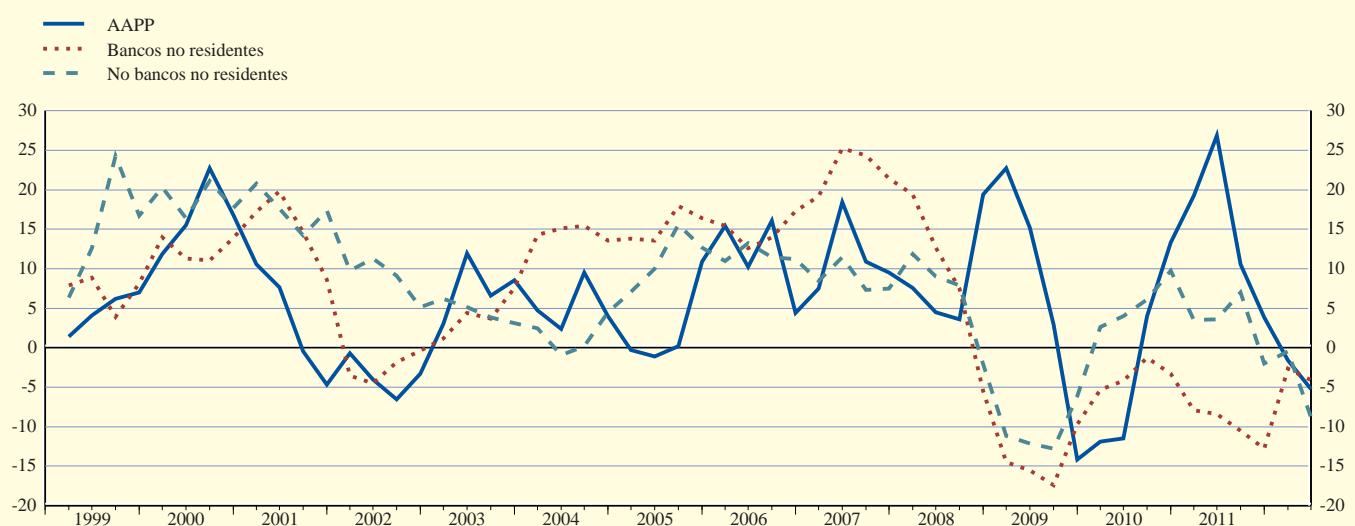
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010	426,7	196,2	47,7	108,7	74,1	3.484,4	2.487,5	996,9	45,9	950,9
2011	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2011 III	464,2	211,4	54,3	110,5	88,0	3.343,0	2.295,3	1.047,7	50,0	997,7
IV	441,8	195,5	48,6	112,6	85,2	3.153,0	2.175,4	977,5	44,3	933,2
2012 I	466,7	192,5	65,0	113,4	95,9	3.312,0	2.331,9	980,1	54,7	925,4
II (p)	508,2	191,9	98,4	112,4	105,4	3.239,6	2.293,8	945,8	39,6	906,2
Operaciones										
2010	50,0	47,4	4,3	-5,0	2,9	-1,5	-84,8	83,4	7,5	75,9
2011	16,9	3,3	0,6	2,3	10,6	-335,2	-314,2	-21,0	-2,1	-19,0
2011 III	-56,7	-55,1	-1,0	-1,2	0,4	-1,6	-46,0	44,5	1,4	43,1
IV	-22,5	-15,9	-5,9	2,1	-2,7	-235,6	-152,1	-83,5	-6,2	-77,3
2012 I	25,9	-2,9	16,5	1,3	10,9	191,8	180,7	11,1	10,9	0,2
II (p)	26,0	1,8	18,8	-1,2	6,6	-138,1	-76,3	-61,8	-15,9	-45,9
Tasas de crecimiento										
2010	13,3	32,2	9,9	-4,4	4,1	0,2	-3,3	9,7	12,7	9,4
2011	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,8	-12,8	-2,0	-4,3	-1,9
2011 III	10,6	21,6	-7,8	-1,9	17,3	-5,6	-10,5	7,0	3,3	7,2
IV	3,9	1,3	1,3	2,1	14,3	-9,8	-12,8	-2,0	-4,3	-1,9
2012 I	-1,6	-18,3	23,5	5,6	21,2	-2,0	-2,7	-0,5	29,6	-1,8
II (p)	-5,3	-27,0	51,4	0,9	17,4	-5,4	-4,1	-8,9	-20,4	-8,3

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

(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)}

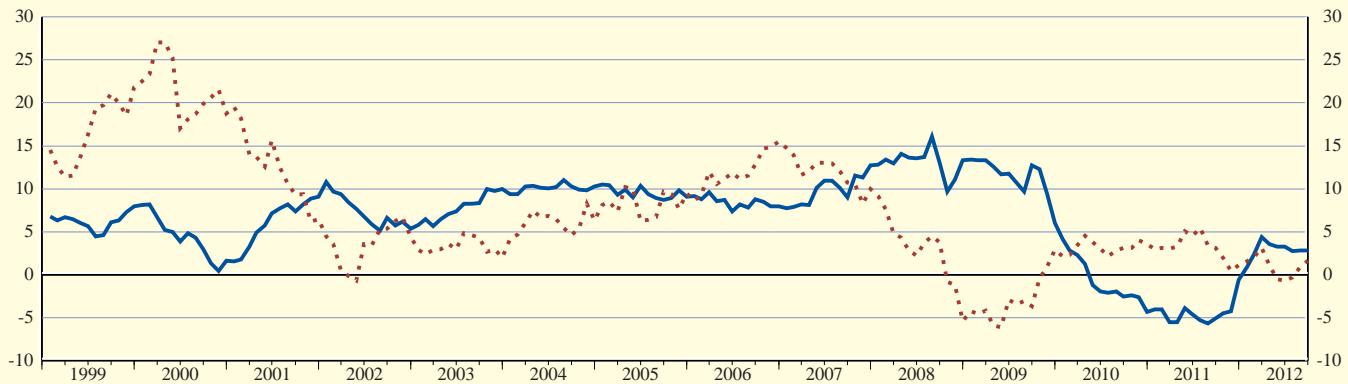
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	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	1.764,2	87,8	1.373,0	22,9	1.489,1	28,3	932,5	1.507,2	485,1	726,6	295,4
2012 II	5.826,4	1.766,7	98,5	1.554,6	33,9	1.428,0	25,5	919,1	1.489,3	486,3	717,7	285,4
III ^(p)	5.786,2	1.787,3	104,8	1.587,3	31,9	1.346,6	25,5	902,8	1.512,1	486,8	736,0	289,3
2012 Jun	5.826,4	1.766,7	98,5	1.554,6	33,9	1.428,0	25,5	919,1	1.489,3	486,3	717,7	285,4
Jul	5.790,4	1.790,7	100,8	1.538,5	36,3	1.380,8	25,6	917,7	1.498,9	488,1	721,8	289,0
Ago	5.787,4	1.807,8	105,9	1.542,8	32,6	1.365,5	25,2	907,7	1.502,4	487,3	723,8	291,3
Sep ^(p)	5.786,2	1.787,3	104,8	1.587,3	31,9	1.346,6	25,5	902,8	1.512,1	486,8	736,0	289,3
Operaciones												
2010	-269,3	-166,5	-6,8	42,8	-2,0	11,6	-14,8	-133,6	54,2	28,0	5,2	20,9
2011	-32,8	44,6	7,8	-5,2	5,5	-25,0	-0,1	-60,6	16,5	59,7	-31,5	-11,7
2012 II	-96,0	-50,8	-3,7	46,0	-0,3	-41,7	-0,5	-45,0	-19,4	0,6	-12,1	-7,9
III ^(p)	-73,3	13,9	7,5	9,9	-1,5	-89,2	0,4	-14,3	20,8	1,7	17,4	1,6
2012 Jun	-51,5	-15,7	-2,4	16,9	-0,2	-37,0	1,1	-14,1	-30,6	-1,7	-22,8	-6,1
Jul	-65,7	22,1	-0,1	-19,5	1,5	-54,0	-0,5	-15,2	10,1	1,6	5,4	3,0
Ago	-3,9	13,2	6,5	-4,0	-2,9	-15,7	0,1	-1,2	2,0	-0,6	-0,2	2,8
Sep ^(p)	-3,7	-21,4	1,0	33,4	-0,1	-19,6	0,8	2,1	8,7	0,8	12,2	-4,2
Tasas de crecimiento												
2010	-4,3	-8,5	-5,4	2,9	-10,8	0,8	-35,5	-11,3	3,6	6,4	0,6	7,5
2011	-0,6	2,6	7,7	-0,4	33,7	-1,6	-0,8	-6,2	1,1	13,7	-4,1	-3,8
2012 II	3,3	6,8	11,9	8,6	47,4	-0,5	-4,8	-6,4	-0,7	7,5	-3,4	-6,3
III ^(p)	2,8	5,3	19,9	12,8	39,7	-6,2	1,4	-4,7	1,6	4,1	2,0	-3,4
2012 Jun	3,3	6,8	11,9	8,6	47,4	-0,5	-4,8	-6,4	-0,7	7,5	-3,4	-6,3
Jul	2,7	8,9	12,4	8,3	59,1	-4,6	-4,4	-6,8	-0,3	6,4	-2,4	-5,6
Ago	2,8	7,5	24,4	9,5	25,0	-5,2	-13,8	-4,8	0,9	5,9	-1,3	-1,8
Sep ^(p)	2,8	5,3	19,9	12,8	39,7	-6,2	1,4	-4,7	1,6	4,1	2,0	-3,4

G14 Detalle de los valores en poder de las IFM²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos

Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	IFM ³⁾					Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	No IFM						
		Monedas distintas del euro							Monedas distintas del euro						
		Total	USD	JPY	CHF	GBP			Total	USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Préstamos															
<i>A residentes en la zona euro</i>															
2010	5.517,3	-	-	-	-	-	12.244,0	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4		
2011	6.160,7	-	-	-	-	-	12.321,1	96,2	3,8	1,9	0,3	1,1	0,4		
2012 I	6.330,9	-	-	-	-	-	12.298,2	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4		
II ^(p)	6.312,7	-	-	-	-	-	12.357,8	96,2	3,8	1,9	0,3	1,0	0,4		
<i>A no residentes en la zona euro</i>															
2010	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7	
2011	2.022,5	44,5	55,5	35,6	2,5	2,7	9,3	998,3	38,2	61,8	41,2	2,6	3,3	7,8	
2012 I	1.997,7	47,8	52,2	32,9	2,5	2,6	8,4	1.007,2	39,0	61,0	41,0	2,4	3,1	7,6	
II ^(p)	2.060,8	46,5	53,5	33,1	2,2	2,9	9,6	1.023,7	38,9	61,1	39,9	2,4	3,0	9,2	
Valores distintos de acciones															
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>															
2010	1.886,4	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.062,5	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4	
2011	1.852,0	95,3	4,7	2,5	0,1	0,3	1,5	2.913,3	98,2	1,8	1,0	0,2	0,1	0,4	
2012 I	1.919,1	94,9	5,1	2,6	0,1	0,3	1,8	3.045,4	98,1	1,9	1,1	0,1	0,1	0,4	
II ^(p)	1.865,2	94,7	5,3	2,6	0,1	0,4	1,8	3.042,1	98,0	2,0	1,2	0,1	0,1	0,4	
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>															
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	506,2	33,3	66,7	40,4	3,9	0,9	13,6	
2011	457,0	56,4	43,6	21,1	0,3	0,3	16,0	475,5	32,3	67,7	39,3	5,8	0,7	13,7	
2012 I	489,7	55,4	44,6	19,8	0,3	0,3	20,2	465,3	33,5	66,5	36,2	4,5	0,9	13,6	
II ^(p)	455,3	56,5	43,5	19,0	0,3	0,3	18,7	463,9	34,1	65,9	38,8	5,9	0,8	12,5	
Depósitos															
<i>De residentes en la zona del euro</i>															
2010	5.774,7	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.738,7	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4	
2011	6.370,7	92,1	7,9	5,1	0,2	1,2	0,7	10.946,4	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4	
2012 I	6.516,4	93,5	6,5	3,9	0,2	1,2	0,6	10.997,9	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4	
II ^(p)	6.622,3	93,6	6,4	3,9	0,2	1,1	0,7	11.029,2	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4	
<i>De no residentes en la zona del euro</i>															
2010	2.487,5	52,0	48,0	31,8	2,2	1,8	8,7	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1	
2011	2.175,4	59,2	40,8	25,6	2,1	1,8	7,2	977,5	56,1	43,9	30,0	2,0	1,5	5,1	
2012 I	2.331,9	60,4	39,6	25,4	1,8	1,6	6,9	980,1	55,3	44,7	29,8	2,0	1,3	5,2	
II ^(p)	2.293,8	60,9	39,1	25,5	1,8	1,2	6,7	945,8	54,6	45,4	29,8	1,9	1,2	5,9	

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

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

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) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro¹⁾

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

1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2012 Feb	6.645,5	445,6	2.636,0	1.882,7	885,3	240,2	555,6
Mar	6.679,8	442,3	2.674,2	1.886,9	889,2	241,2	546,0
Abr	6.679,3	447,8	2.694,2	1.860,7	886,8	242,1	547,6
May	6.674,6	474,5	2.732,3	1.774,4	879,4	242,7	571,3
Jun	6.729,6	490,8	2.732,2	1.815,5	876,5	242,8	571,9
Jul	6.960,8	494,5	2.820,8	1.882,5	912,9	244,4	605,6
Ago ^(p)	6.970,2	489,2	2.842,6	1.879,0	917,0	242,1	600,3
Operaciones							
2011 IV	-179,9	-34,5	-1,0	-24,4	-11,1	1,7	-110,6
2012 I	151,1	17,0	73,0	4,6	11,5	4,4	40,6
II	40,3	22,2	29,6	-11,0	-5,9	1,8	3,7

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2012 Feb	6.645,5	134,1	6.016,6	4.533,6	677,2	1.482,9	494,8
Mar	6.679,8	127,3	6.066,5	4.562,0	684,1	1.504,5	486,0
Abr	6.679,3	129,6	6.062,6	4.544,4	678,2	1.518,1	487,2
May	6.674,6	137,6	6.021,5	4.470,6	665,7	1.550,9	515,5
Jun	6.729,6	142,1	6.065,1	4.492,9	663,3	1.572,2	522,4
Jul	6.960,8	143,4	6.266,6	4.623,2	698,4	1.643,4	550,8
Ago ^(p)	6.970,2	147,0	6.282,7	4.641,2	703,7	1.641,4	540,6
Operaciones							
2011 IV	-179,9	-13,7	-37,3	-60,7	-2,9	23,4	-128,9
2012 I	151,1	9,4	94,8	60,6	30,9	34,2	46,8
II	40,3	15,7	33,9	-0,6	-10,1	34,7	-9,3

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

	Total	Fondos por política de inversión						Fondos por tipo de fondo		Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Saldos vivos										
2012 Ene	5.880,3	2.019,4	1.582,8	1.455,9	302,9	128,6	390,6	5.791,6	88,6	949,8
Feb	6.016,6	2.056,8	1.637,5	1.488,4	304,7	128,3	400,8	5.930,9	85,7	935,4
Mar	6.066,5	2.087,5	1.640,5	1.498,9	307,5	132,4	399,7	5.980,6	85,9	956,8
Abr	6.062,6	2.108,8	1.616,3	1.496,0	309,6	133,8	398,0	5.976,3	86,3	972,3
May	6.021,5	2.157,9	1.539,9	1.480,3	311,2	136,3	396,0	5.935,0	86,5	999,9
Jun	6.065,1	2.172,5	1.568,8	1.478,5	311,3	136,2	397,7	5.984,3	80,9	969,5
Jul	6.266,6	2.251,0	1.627,4	1.529,3	314,5	138,8	405,5	6.185,3	81,3	964,5
Ago ^(p)	6.282,7	2.262,8	1.623,4	1.536,9	312,7	138,2	408,7	6.201,7	81,0	970,0
Operaciones										
2012 Feb	32,7	13,4	2,2	12,2	0,9	-0,8	4,9	35,0	-2,3	2,8
Mar	41,6	29,3	5,7	5,0	1,7	0,9	-1,0	40,8	0,7	18,5
Abr	8,3	14,2	-8,8	0,6	1,3	0,4	0,5	8,5	-0,2	9,3
May	15,3	24,5	-5,3	-4,0	0,1	-1,0	1,1	15,5	-0,2	12,0
Jun	10,3	15,2	-0,6	-5,1	1,1	0,0	-0,4	14,6	-4,3	-25,7
Jul	33,3	25,1	-4,9	15,0	-0,5	-0,5	-0,9	33,2	0,1	-14,9
Ago ^(p)	15,6	16,6	-2,5	2,6	0,4	-1,2	-0,3	15,7	-0,1	13,1

Fuente: BCE.

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

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

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

1. Valores distintos de acciones

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

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

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

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

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

Fuente: BCE.

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

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

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

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

1. Activo

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

2. Pasivo

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

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

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

Fuente: BCE.

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

2) Excluye las titulizaciones de préstamos entre IFM.

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

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

1. Activo

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

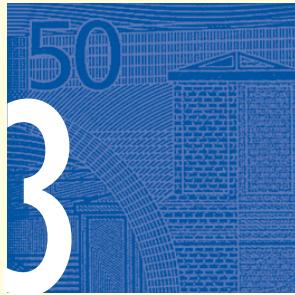
2. Tenencias de valores distintos de acciones

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

3. Pasivo y patrimonio neto

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

Fuente: BCE.



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	2012 II	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Cuenta de intercambios exteriores							
Exportaciones de bienes y servicios							621
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾							-45
Cuenta de explotación							
Valor añadido bruto (precios básicos)							
Impuestos menos subvenciones sobre los productos							
Producto interior bruto (precios de mercado)							
Remuneración de los asalariados	1.179	117	753	58	251		
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	39	8	24	3	4		
Consumo de capital fijo	376	101	213	11	51		
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	532	269	229	34	0		
Cuenta de asignación de la renta primaria							
Excedente neto de explotación y renta mixta							
Remuneración de los asalariados							7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción							
Rentas de la propiedad	956	35	489	357	75	132	
Intereses	374	33	63	204	75	53	
Otras rentas de la propiedad	582	2	427	153	0	79	
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.979	1.706	-22	62	233		
Cuenta de distribución secundaria de la renta							
Renta nacional neta							
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	293	231	49	13	0	4	
Cotizaciones sociales	440	440					1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	466	1	18	34	413	1	
Otras transferencias corrientes	193	69	26	49	49	11	
Primas netas de seguros no vida	46	34	11	1	1	2	
Indemnizaciones de seguros no vida	47			47		1	
Otras	99	35	15	1	48	8	
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.957	1.517	-80	64	456		
Cuenta de utilización de la renta							
Renta disponible neta							
Gasto en consumo final	1.870	1.364				506	
Gasto en consumo individual	1.680	1.364				316	
Gasto en consumo colectivo	191					191	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	0	1	15	0	0	
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	86	168	-81	49	-50	-15	
Cuenta de capital							
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior							
Formación bruta de capital	447	143	244	11	50		
Formación bruta de capital fijo	457	144	253	11	50		
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-11	-1	-10	0	0		
Consumo de capital fijo							
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	2	-1	2	0	1	-2	
Transferencias de capital	41	8	0	5	27	5	
Impuestos sobre el capital	8	6	0	2		0	
Otras transferencias de capital	32	3	0	3	27	5	
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	16	129	-98	53	-68	-16	
Discrepancia estadística	0	-18	18	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	2012 II	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Cuenta de intercambios exteriores							577
Importaciones de bienes y servicios							
<i>Balanza comercial</i>							
Cuenta de explotación							
Valor añadido bruto (precios básicos)		2.125	495	1.219	107	305	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos		236					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾		2.362					
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		532	269	229	34	0	
Remuneración de los asalariados		1.182	1.182				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción		275					0
Rentas de la propiedad		946	290	239	385	31	142
Intereses		367	59	40	260	9	59
Otras rentas de la propiedad		578	231	199	125	22	83
<i>Renta nacional neta</i>							
Cuenta de distribución secundaria de la renta							
Renta nacional neta		1.979	1.706	-22	62	233	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.		296					0
Cotizaciones sociales		440	1	19	50	369	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie		464	464				3
Otras transferencias corrientes		170	86	15	48	21	34
Primas netas de seguros no vida		47					2
Indemnizaciones de seguros no vida		45	36	9	1	0	2
Otras		77	51	6	0	20	30
<i>Renta disponible neta</i>							
Cuenta de utilización de la renta							
Renta disponible neta		1.957	1.517	-80	64	456	
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		16	16				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>							
Cuenta de capital							
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior		86	168	-81	49	-50	-15
Formación bruta de capital							
Formación bruta de capital fijo							
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos							
Consumo de capital fijo		376	101	213	11	51	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos							
Transferencias de capital		43	9	17	8	9	3
Impuestos sobre el capital		8					0
Otras transferencias de capital		35	9	17	8	0	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>							
Discrepancia estadística							

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2012 II								
Balance al principio del período, activos financieros								
Total activos financieros		19.093	16.747	35.442	15.634	7.021	3.980	17.699
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				484				
Efectivo y depósitos		6.837	2.023	11.827	2.281	819	796	3.658
Valores distintos de acciones a corto plazo		60	97	587	440	65	31	655
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.340	279	6.429	2.598	2.748	433	3.963
Préstamos		47	3.022	13.363	3.706	474	585	1.923
de los cuales: a largo plazo		30	1.794	10.429	2.509	353	515	.
Acciones y otras participaciones		4.180	7.571	1.788	6.358	2.547	1.356	6.712
Acciones cotizadas		713	1.371	347	2.057	535	213	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.109	5.825	1.138	3.280	297	979	.
Participaciones en fondos de inversión		1.358	376	303	1.021	1.715	164	.
Reservas técnicas de seguro		6.024	168	3	0	229	4	253
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		605	3.586	959	251	138	776	536
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones de activos financieros		114	47	242	75	22	206	48
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		74	4	273	-12	-16	40	-64
Valores distintos de acciones a corto plazo		-3	-3	-9	-15	2	4	-28
Valores distintos de acciones a largo plazo		-19	4	-95	38	20	3	51
Préstamos		-1	41	44	78	-1	69	30
de los cuales: a largo plazo		-1	29	8	66	-1	38	.
Acciones y otras participaciones		29	30	-10	4	14	26	50
Acciones cotizadas		9	1	1	-32	-1	1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		15	28	4	30	2	21	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		4	1	-15	5	14	4	.
Reservas técnicas de seguro		25	0	0	0	4	0	3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		9	-29	39	-18	-1	64	5
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		-192	-212	144	-6	-2	12	85
Oro monetario y DEG				11				
Efectivo y depósitos		4	5	91	-18	0	15	72
Valores distintos de acciones a corto plazo		-2	-1	5	5	0	0	2
Valores distintos de acciones a largo plazo		-44	-3	56	34	0	0	0
Préstamos		-1	22	31	23	1	-1	10
de los cuales: a largo plazo		0	6	-1	24	1	-1	.
Acciones y otras participaciones		-148	-244	-54	-53	-3	-10	-27
Acciones cotizadas		-39	-94	-27	-52	-12	-19	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		-82	-142	-26	2	19	12	.
Participaciones en fondos de inversión		-28	-8	-1	-3	-10	-2	.
Reservas técnicas de seguro		5	2	0	0	0	0	0
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-6	6	3	2	1	7	28
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		19.015	16.581	35.828	15.703	7.041	4.198	17.832
Oro monetario y DEG				495				
Efectivo y depósitos		6.916	2.031	12.191	2.251	803	851	3.666
Valores distintos de acciones a corto plazo		56	93	583	431	67	35	629
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.276	281	6.391	2.670	2.768	436	4.015
Préstamos		46	3.085	13.439	3.807	474	653	1.962
de los cuales: a largo plazo		29	1.829	10.436	2.600	354	552	.
Acciones y otras participaciones		4.061	7.357	1.724	6.308	2.559	1.373	6.736
Acciones cotizadas		684	1.278	321	1.972	522	195	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.043	5.710	1.116	3.313	318	1.012	.
Participaciones en fondos de inversión		1.334	369	288	1.023	1.719	167	.
Reservas técnicas de seguro		6.053	170	3	0	233	4	255
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		608	3.564	1.002	235	137	846	569
<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
	2012 II							
Balance al principio del período, pasivos								
Pasivos totales		6.774	25.936	34.473	15.395	7.144	9.768	15.642
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			31	25.274	31	0	259	2.647
Valores distintos de acciones a corto plazo			87	721	82	1	737	306
Valores distintos de acciones a largo plazo			846	4.688	2.882	47	6.264	3.065
Préstamos		6.194	8.439		3.310	300	1.907	2.970
de los cuales: a largo plazo		5.843	6.117		1.742	118	1.587	.
Acciones y otras participaciones		7	12.580	2.536	8.903	424	4	6.059
Acciones cotizadas			3.569	370	216	113	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.012	1.209	2.759	310	4	.
Participaciones en fondos de inversión				957	5.927			.
Reservas técnicas de seguro		36	346	67	1	6.231	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		537	3.608	1.187	186	141	597	595
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.573	12.319	-9.189	970	239	-123	-5.789	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones de pasivos		3	126	232	31	23	274	64
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	278	0	0	8	12
Valores distintos de acciones a corto plazo			11	-37	2	0	-22	-6
Valores distintos de acciones a largo plazo			15	-75	-35	-1	120	-22
Préstamos		17	30		35	6	144	31
de los cuales: a largo plazo		10	4		10	1	128	.
Acciones y otras participaciones		0	50	4	67	1	0	22
Acciones cotizadas			5	8	2	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	46	0	30	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-4	34			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	1	0	29	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-14	20	61	-38	-12	24	27
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	16	110	-80	10	44	-1	-68	-16
Cuenta de otras variaciones de pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		3	-400	46	-19	-8	-42	236
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	93	0	0	0	77
Valores distintos de acciones a corto plazo			0	7	-1	0	-3	6
Valores distintos de acciones a largo plazo			4	42	-36	0	-36	68
Préstamos		-1	3		19	0	1	63
de los cuales: a largo plazo		-1	-4		2	0	1	.
Acciones y otras participaciones		0	-453	-43	-37	-17	0	11
Acciones cotizadas			-238	-63	-22	-11	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-215	3	24	-6	0	.
Participaciones en fondos de inversión				17	-39			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	6	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4	46	-54	35	3	-4	11
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	162	-195	188	97	12	5	54	-151
Balance al final del período, pasivos								
Total activos financieros		6.781	25.662	34.751	15.407	7.160	10.000	15.942
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	25.645	32	0	267	2.736
Valores distintos de acciones a corto plazo			98	691	83	2	713	307
Valores distintos de acciones a largo plazo			864	4.655	2.811	47	6.348	3.111
Préstamos		6.210	8.472		3.364	306	2.051	3.063
de los cuales: a largo plazo		5.853	6.117		1.755	119	1.716	.
Acciones y otras participaciones		8	12.178	2.497	8.933	408	4	6.092
Acciones cotizadas			3.336	315	197	102	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		8	8.842	1.212	2.814	305	4	.
Participaciones en fondos de inversión				969	5.923			.
Reservas técnicas de seguro		36	346	68	1	6.266	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		528	3.673	1.194	184	132	617	633
<i>Patrimonio financiero neto</i> ¹⁾	-1.396	12.234	-9.081	1.077	295	-119	-5.802	

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 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.466	4.451	4.507	4.566	4.595	4.620	4.638	4.649
94	86	84	89	93	96	101	109	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo	1.361	1.387	1.418	1.441	1.454	1.466	1.476	1.486
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.358	2.099	2.213	2.252	2.259	2.254	2.251	2.231
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	3.939	2.970	2.820	2.927	2.984	2.995	3.020	3.004
Intereses	2.379	1.600	1.384	1.456	1.506	1.549	1.569	1.553
Otras rentas de la propiedad	1.560	1.370	1.436	1.471	1.478	1.446	1.450	1.452
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	7.802	7.546	7.766	7.881	7.909	7.947	7.980	7.983
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.145	1.029	1.055	1.085	1.103	1.112	1.124	1.137
Cotizaciones sociales	1.672	1.676	1.703	1.725	1.739	1.753	1.761	1.770
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.657	1.774	1.818	1.831	1.839	1.848	1.858	1.868
Otras transferencias corrientes	772	772	775	780	781	781	786	789
Primas netas de seguros no vida	188	180	181	182	183	183	184	184
Derechos de seguros no vida	189	181	181	182	183	184	184	185
Otras	395	411	413	416	414	414	417	419
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	7.700	7.438	7.656	7.771	7.802	7.838	7.868	7.868
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	7.141	7.155	7.323	7.414	7.453	7.477	7.507	7.518
Gasto en consumo individual	6.405	6.385	6.548	6.639	6.677	6.700	6.729	6.740
Gasto en consumo colectivo	737	770	775	775	775	777	778	778
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	70	61	56	56	58	58	59	61
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	559	283	333	357	349	361	361	350
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	2.071	1.703	1.786	1.853	1.869	1.869	1.850	1.815
Formación bruta de capital fijo	2.009	1.750	1.763	1.806	1.820	1.830	1.829	1.816
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	62	-47	22	47	50	40	22	-1
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	1	1	1	1	1	0	1	3
Transferencias de capital	152	183	224	206	172	173	166	173
Impuestos sobre el capital	24	34	25	26	27	31	29	31
Otras transferencias de capital	128	149	198	180	145	142	136	142
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	-144	-26	-25	-46	-58	-32	-3	30

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 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	8.280	8.023	8.222	8.348	8.400	8.436	8.466	8.475
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	946	894	942	966	971	975	977	974
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	9.226	8.917	9.164	9.314	9.371	9.410	9.443	9.449
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	2.358	2.099	2.213	2.252	2.259	2.254	2.251	2.231
Remuneración de los asalariados	4.473	4.461	4.520	4.579	4.608	4.633	4.651	4.662
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.047	998	1.039	1.067	1.077	1.081	1.088	1.093
Rentas de la propiedad	3.862	2.958	2.814	2.910	2.950	2.973	3.010	3.001
Intereses	2.323	1.555	1.341	1.417	1.466	1.508	1.529	1.518
Otras rentas de la propiedad	1.539	1.402	1.473	1.493	1.483	1.465	1.481	1.483
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	7.802	7.546	7.766	7.881	7.909	7.947	7.980	7.983
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.154	1.034	1.059	1.091	1.109	1.118	1.129	1.141
Cotizaciones sociales	1.670	1.675	1.702	1.724	1.738	1.752	1.759	1.768
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.649	1.767	1.811	1.824	1.833	1.842	1.852	1.862
Otras transferencias corrientes	671	668	668	672	674	674	675	678
Primas netas de seguros no vida	189	181	181	182	183	184	184	185
Derechos de seguros no vida	184	177	178	179	180	180	180	180
Otras	298	309	309	311	311	310	311	312
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	7.700	7.438	7.656	7.771	7.802	7.838	7.868	7.868
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	61	56	56	58	58	59	61
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	559	283	333	357	349	361	361	350
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	1.387	1.418	1.441	1.454	1.466	1.476	1.486
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	161	192	234	216	181	184	176	185
Impuestos sobre el capital	24	34	25	26	27	31	29	31
Otras transferencias de capital	137	158	209	189	154	153	147	154
<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 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	4.473	4.461	4.520	4.579	4.608	4.633	4.651	4.662
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.523	1.438	1.442	1.464	1.472	1.479	1.483	1.481
Intereses, recursos (+)	348	237	207	222	230	237	241	240
Intereses, empleos (-)	249	148	127	137	144	148	148	144
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	785	726	728	740	750	748	756	751
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	9	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	872	842	848	865	877	882	893	906
Cotizaciones sociales netas (-)	1.667	1.672	1.698	1.720	1.734	1.748	1.756	1.765
Prestaciones sociales netas (+)	1.644	1.762	1.806	1.819	1.828	1.837	1.847	1.857
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	70	74	74	72	72	71	71	72
= Renta disponible bruta	6.045	6.027	6.094	6.163	6.195	6.219	6.242	6.240
Gasto en consumo final (-)	5.242	5.167	5.306	5.389	5.425	5.446	5.469	5.478
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	69	60	55	56	57	58	59	60
= Ahorro bruto	872	920	843	829	827	830	832	822
Consumo de capital fijo (-)	375	379	386	392	394	397	400	401
Transferencias netas de capital, recursos (+)	0	10	14	13	12	9	8	8
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	-1.761	-886	776	597	-93	-613	-688	-1.030
= Variaciones del patrimonio neto	-1.265	-336	1.247	1.047	351	-171	-248	-601
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	646	551	556	566	571	575	574	568
Consumo de capital fijo (-)	375	379	386	392	394	397	400	401
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	449	8	39	113	127	125	146	160
Efectivo y depósitos	437	121	118	135	146	118	155	168
Participaciones en fondos del mercado monetario	-3	-40	-59	-34	-23	-21	-22	-20
Valores distintos de acciones ¹⁾	15	-73	-20	12	4	28	13	12
Activos a largo plazo	61	443	367	229	235	202	202	173
Depósitos	-25	71	57	52	52	50	48	37
Valores distintos de acciones	26	-5	-23	13	40	50	28	-14
Acciones y otras participaciones	-73	151	96	-13	-12	-21	27	56
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	75	122	94	19	31	35	63	82
Participaciones en fondos de inversión	-148	29	2	-32	-42	-56	-36	-26
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	133	226	237	177	155	122	99	94
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	258	110	128	139	123	94	77	46
de los cuales: de IFM de la zona del euro	83	65	147	168	148	81	34	13
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	-404	-1.201	681	352	330	-249	-524	-748
Activos financieros	-1.435	309	141	251	-442	-408	-228	-326
Acciones y otras participaciones	-1.169	107	49	215	-369	-383	-325	-386
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	-239	195	122	70	-20	20	98	103
Otros flujos netos (+)	52	43	-22	67	49	76	59	18
= Variaciones del patrimonio neto	-1.265	-336	1.247	1.047	351	-171	-248	-601
Balance								
Activos no financieros (+)	28.257	27.228	28.078	28.174	28.467	28.006	27.768	27.593
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	5.779	5.776	5.819	5.890	5.889	5.958	5.970	6.025
Efectivo y depósitos	5.321	5.475	5.597	5.647	5.656	5.728	5.754	5.823
Participaciones en fondos del mercado monetario	320	246	189	194	191	172	156	146
Valores distintos de acciones ¹⁾	138	55	33	48	42	58	60	56
Activos a largo plazo	10.768	11.576	12.075	12.141	11.697	11.876	12.157	12.021
Depósitos	911	961	1.020	1.049	1.062	1.074	1.084	1.092
Valores distintos de acciones	1.331	1.374	1.313	1.336	1.303	1.326	1.340	1.276
Acciones y otras participaciones	3.829	4.121	4.264	4.216	3.781	3.855	4.024	3.915
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	2.873	2.979	3.037	3.029	2.695	2.742	2.822	2.727
Participaciones en fondos de inversión	957	1.142	1.227	1.187	1.085	1.113	1.202	1.188
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.698	5.119	5.478	5.541	5.551	5.621	5.709	5.738
Otros activos netos (+)	292	307	338	397	420	396	386	398
Pasivos (-)								
Préstamos	5.807	5.933	6.109	6.173	6.194	6.207	6.194	6.210
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.914	4.968	5.213	5.304	5.313	5.281	5.269	5.294
= Patrimonio neto	39.289	38.953	40.200	40.428	40.279	40.030	40.087	39.827

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 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.759	4.520	4.678	4.773	4.811	4.833	4.851	4.856
Remuneración de los asalariados (-)	2.841	2.787	2.824	2.875	2.900	2.924	2.938	2.949
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	46	41	35	38	41	42	44	49
= Excedente bruto de explotación (+)	1.872	1.692	1.820	1.860	1.870	1.867	1.869	1.858
Consumo de capital fijo (-)	765	782	798	813	821	828	834	840
= Excedente neto de explotación (+)	1.107	910	1.021	1.047	1.049	1.039	1.034	1.019
Rentas de la propiedad, recursos (+)	629	529	558	563	556	556	562	564
Intereses, recursos	238	169	160	163	167	169	172	169
Otras rentas de la propiedad, recursos	391	360	398	400	389	387	390	395
Intereses y otras rentas, empleos (-)	422	294	256	272	282	290	292	286
= Renta empresarial neta (+)	1.315	1.145	1.324	1.338	1.323	1.305	1.305	1.296
Renta distribuida (-)	1.004	927	942	971	983	972	972	984
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	236	152	168	178	183	188	188	189
Cotizaciones sociales, recursos (+)	68	71	69	71	72	73	74	74
Prestaciones sociales, empleos (-)	66	68	69	69	70	70	70	70
Otras transferencias corrientes netas (-)	48	47	44	45	45	47	48	48
= Ahorro neto	29	22	169	146	115	102	101	79
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	368	70	161	201	208	206	187	159
Formación bruta de capital fijo (+)	1.075	902	936	972	985	995	995	993
Consumo de capital fijo (-)	765	782	798	813	821	828	834	840
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	58	-50	23	42	44	39	26	6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	61	95	43	48	4	-32	-8	-3
Efectivo y depósitos	14	88	68	70	46	0	9	8
Participaciones en fondos del mercado monetario	33	39	-23	-24	-40	-43	-35	-29
Valores distintos de acciones ¹⁾	14	-32	-2	2	-1	12	18	18
Activos a largo plazo	635	184	460	483	476	441	465	400
Depósitos	41	-1	20	47	61	74	52	37
Valores distintos de acciones	-31	18	15	16	5	-11	-21	-9
Acciones y otras participaciones	351	99	269	293	297	251	283	229
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	273	68	156	126	114	126	150	143
Otros activos netos (+)	-22	24	-9	-17	-27	-24	-31	-23
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	625	25	153	242	227	245	235	192
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	391	-107	-19	83	86	65	-4	-45
de la cual: valores distintos de acciones	45	91	61	35	43	49	73	90
Acciones y otras participaciones	311	241	263	257	251	176	209	195
Acciones cotizadas	5	53	31	27	28	27	19	15
Acciones no cotizadas y otras participaciones	306	188	233	230	224	150	190	179
Transferencias netas de capital, recursos (-)	74	82	68	68	69	69	67	68
= Ahorro neto	29	22	169	146	115	102	101	79
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.849	1.933	1.966	1.925	1.918	1.942	1.918	1.923
Efectivo y depósitos	1.538	1.633	1.695	1.676	1.682	1.706	1.679	1.695
Participaciones en fondos del mercado monetario	192	214	192	173	159	147	141	135
Valores distintos de acciones ¹⁾	118	86	79	76	78	89	97	93
Activos a largo plazo	9.392	10.237	10.791	11.034	10.368	10.570	11.075	10.925
Depósitos	251	240	252	272	305	317	343	337
Valores distintos de acciones	214	230	253	259	255	256	279	281
Acciones y otras participaciones	6.304	7.099	7.442	7.587	6.836	7.005	7.430	7.222
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.622	2.668	2.844	2.916	2.971	2.993	3.022	3.085
Otros activos netos (+)	242	229	94	116	96	118	177	90
Pasivos								
Deuda	9.290	9.299	9.515	9.641	9.690	9.700	9.717	9.781
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	4.862	4.707	4.683	4.754	4.766	4.717	4.686	4.690
de la cual: valores distintos de acciones	694	815	876	851	877	883	933	962
Acciones y otras participaciones	11.086	12.358	12.945	13.214	11.748	11.977	12.580	12.178
Acciones cotizadas	2.926	3.487	3.799	3.877	3.125	3.281	3.569	3.336
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.160	8.871	9.146	9.337	8.622	8.696	9.012	8.842

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 III- 2011 II	2010 IV- 2011 III	2011 I- 2011 IV	2011 II- 2012 I	2011 III- 2012 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	69	-47	-16	-29	7	49	89	78
Efectivo y depósitos	57	-33	-10	-15	5	14	29	15
Participaciones en fondos del mercado monetario	12	0	-17	-19	-8	11	47	48
Valores distintos de acciones ¹⁾	1	-14	10	5	10	23	12	14
Activos a largo plazo	130	291	290	289	237	125	76	70
Depósitos	7	14	-6	8	10	8	-1	-4
Valores distintos de acciones	74	105	179	159	98	27	2	17
Préstamos	21	8	30	20	16	7	5	-1
Acciones cotizadas	-10	-49	14	16	11	7	5	3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	15	-21	1	6	10	-3	-5	-2
Participaciones en fondos de inversión	25	234	73	80	91	79	71	56
Otros activos netos (+)	10	16	14	-43	-41	-42	-52	-17
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	5	5	0	2	3	3	5	1
Préstamos	32	-2	9	13	13	5	7	11
Acciones y otras participaciones	8	5	7	3	3	2	2	4
Reservas técnicas de seguro	121	247	273	188	150	116	96	102
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	120	239	252	174	139	114	98	94
Reservas para primas y para siniestros	2	8	20	14	11	2	-2	8
= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	43	5	0	11	34	6	2	12
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	-550	201	114	79	-92	-111	-21	-16
Otros activos netos	38	40	-12	-69	-85	14	132	113
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	-171	11	-7	14	-42	-46	-31	-35
Reservas técnicas de seguro	-254	172	136	71	-10	24	103	107
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	-244	198	126	73	-11	25	101	108
Reservas para primas y para siniestros	-10	-27	10	-2	1	-1	2	-1
= Otras variaciones del patrimonio financiero neto	-86	59	-27	-75	-124	-75	39	26
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	374	324	312	311	343	348	381	372
Efectivo y depósitos	224	195	190	181	199	193	208	195
Participaciones en fondos del mercado monetario	98	90	74	77	83	84	107	110
Valores distintos de acciones ¹⁾	52	39	49	53	61	72	65	67
Activos a largo plazo	5.091	5.663	6.052	6.159	6.061	6.035	6.273	6.299
Depósitos	599	612	604	619	618	609	611	608
Valores distintos de acciones	2.276	2.458	2.624	2.676	2.679	2.623	2.748	2.768
Préstamos	432	435	466	473	471	473	474	474
Acciones cotizadas	489	511	552	556	507	518	535	522
Acciones no cotizadas y otras participaciones	321	306	300	300	298	295	297	318
Participaciones en fondos de inversión	974	1.339	1.505	1.536	1.488	1.517	1.608	1.609
Otros activos netos (+)	232	207	229	208	237	241	226	238
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	35	42	45	45	46	46	48	48
Préstamos	281	272	287	294	302	290	300	306
Acciones y otras participaciones	419	435	436	439	391	392	424	408
Reservas técnicas de seguro	5.158	5.577	5.985	6.057	6.062	6.125	6.231	6.266
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.361	4.798	5.177	5.237	5.243	5.316	5.407	5.439
Reservas para primas y para siniestros	797	778	809	820	819	810	823	826
= Riqueza financiera neta	-196	-133	-160	-157	-160	-229	-123	-119

Fuente: BCE.

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



MERCADOS FINANCIEROS

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

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

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				4	5	6	7	8	9	Tasas de crecimiento interanual	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses
	1	2	3								11	12
Total												
2011 Ago	16.617,3	808,3	31,6	14.451,0	773,9	32,5	16.224,1	859,8	20,2	3,2	51,6	2,7
Sep	16.648,2	1.002,1	31,3	14.455,6	926,1	5,1	16.268,3	1.026,7	6,9	3,2	63,9	3,5
Oct	16.699,3	1.034,7	51,9	14.534,3	993,1	79,4	16.312,2	1.086,8	69,9	3,3	57,6	3,7
Nov	16.785,4	1.064,4	85,5	14.627,7	1.017,2	92,6	16.442,2	1.128,3	100,8	2,4	31,9	3,3
Dic	16.843,6	1.127,3	58,1	14.685,2	1.084,9	57,4	16.526,5	1.176,1	55,9	3,9	144,8	4,6
2012 Ene	16.941,2	1.190,2	97,7	14.775,3	1.118,7	90,3	16.600,4	1.248,3	83,3	3,9	63,2	5,2
Feb	17.127,6	1.134,6	186,9	14.919,6	1.047,6	144,9	16.744,6	1.165,7	162,6	4,2	98,2	5,7
Mar	17.175,3	1.233,7	142,6	14.868,4	1.091,7	43,0	16.734,2	1.226,3	79,3	4,7	81,7	5,9
Abr	17.130,1	837,3	-34,4	14.850,4	799,5	-7,4	16.735,7	903,0	-0,9	4,4	-7,4	5,1
May	17.172,4	916,4	43,8	14.893,6	865,0	44,6	16.840,9	978,6	61,7	4,0	0,1	4,7
Jun	17.182,8	925,5	10,8	14.894,8	864,3	1,8	16.812,8	954,3	-15,3	3,8	16,7	3,1
Jul	.	.	.	14.883,4	840,7	-6,0	16.862,7	972,4	32,0	4,0	59,3	3,0
Ago	.	.	.	14.862,9	703,3	-17,1	16.799,2	795,3	-40,6	3,7	-10,1	1,7
A largo plazo												
2011 Ago	15.186,7	123,1	-4,0	13.096,1	113,5	0,2	14.649,0	123,5	-8,4	4,0	32,8	2,8
Sep	15.176,5	229,2	-9,5	13.082,2	189,8	-13,2	14.675,8	214,0	-5,9	4,0	51,4	3,3
Oct	15.250,2	278,4	75,6	13.161,9	251,1	81,6	14.722,1	268,3	70,1	4,0	66,7	3,4
Nov	15.321,3	212,0	70,9	13.244,0	192,7	81,6	14.839,6	213,4	92,0	3,3	25,6	3,4
Dic	15.369,4	238,1	47,0	13.306,6	228,9	61,5	14.928,5	246,5	63,4	4,0	107,7	4,3
2012 Ene	15.454,8	347,6	85,7	13.369,4	303,4	63,3	14.972,8	332,4	52,1	3,9	69,3	4,9
Feb	15.626,2	366,6	171,0	13.506,7	310,0	136,8	15.104,5	340,7	147,5	4,2	88,6	5,6
Mar	15.660,5	386,9	129,8	13.463,9	280,2	52,1	15.087,4	330,6	75,3	4,6	75,8	6,0
Abr	15.628,6	188,7	-21,1	13.443,7	175,1	-9,7	15.089,8	206,6	3,0	4,2	-6,7	4,9
May	15.679,4	231,9	50,8	13.494,6	208,5	50,8	15.199,1	244,3	69,7	4,1	16,8	4,8
Jun	15.719,0	272,8	40,4	13.536,4	240,5	42,8	15.212,0	256,2	24,5	3,9	17,8	3,5
Jul	.	.	.	13.504,9	232,3	-26,4	15.229,5	270,9	1,9	4,0	40,0	3,1
Ago	.	.	.	13.490,3	124,3	-10,6	15.185,4	139,6	-22,9	3,9	18,9	2,2

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	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2010	15.870	5.246	3.284	854	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2011	16.526	5.530	3.284	872	6.216	624	1.000	609	98	62	191	39
2011 III	16.268	5.426	3.217	858	6.160	607	931	580	79	60	180	33
IV	16.526	5.530	3.284	872	6.216	624	1.130	714	138	70	172	36
2012 I	16.734	5.634	3.318	904	6.208	670	1.213	765	106	70	223	49
II	16.813	5.598	3.296	936	6.284	697	945	584	77	71	183	30
2012 May	16.841	5.610	3.369	940	6.254	669	979	585	104	71	187	33
Jun	16.813	5.598	3.296	936	6.284	697	954	609	70	68	171	35
Jul	16.863	5.648	3.286	950	6.272	706	972	616	71	66	192	27
Ago	16.799	5.640	3.232	951	6.274	702	795	533	47	54	140	21
A corto plazo												
2010	1.540	572	120	69	724	54	759	534	34	57	115	19
2011	1.598	702	106	79	634	77	748	511	48	53	107	29
2011 III	1.593	613	110	86	712	72	747	512	42	53	114	26
IV	1.598	702	106	79	634	77	888	629	76	60	94	28
2012 I	1.647	711	122	83	641	91	879	609	61	55	125	29
II	1.601	678	120	96	624	83	710	498	31	58	102	20
2012 May	1.642	699	128	103	630	82	734	512	30	63	104	25
Jun	1.601	678	120	96	624	83	698	499	31	48	99	20
Jul	1.633	703	116	97	631	87	701	503	26	53	102	17
Ago	1.614	701	113	95	622	82	656	471	23	45	101	15
A largo plazo ²⁾												
2010	14.330	4.674	3.164	785	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2011	14.929	4.828	3.178	793	5.583	547	252	98	51	9	84	10
2011 III	14.676	4.813	3.107	772	5.448	535	184	67	36	7	66	7
IV	14.929	4.828	3.178	793	5.583	547	243	85	61	10	78	8
2012 I	15.087	4.923	3.196	821	5.567	580	335	156	45	16	98	20
II	15.212	4.921	3.176	840	5.661	614	236	86	46	13	81	10
2012 May	15.199	4.911	3.241	837	5.624	586	244	73	74	8	82	7
Jun	15.212	4.921	3.176	840	5.661	614	256	111	38	20	72	15
Jul	15.229	4.945	3.170	853	5.641	619	271	114	45	12	90	10
Ago	15.185	4.939	3.119	856	5.652	620	140	62	23	8	40	6
del cual: a tipo fijo												
2010	9.479	2.634	1.098	673	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2011	10.025	2.774	1.150	699	4.994	408	151	54	12	8	70	7
2011 III	9.886	2.770	1.148	680	4.887	400	111	34	8	6	58	5
IV	10.025	2.774	1.150	699	4.994	408	123	41	7	9	61	5
2012 I	10.237	2.887	1.198	727	5.003	421	228	103	17	15	83	11
II	10.418	2.888	1.244	748	5.100	437	148	42	21	12	68	6
2012 May	10.381	2.890	1.248	742	5.075	425	161	43	37	7	71	3
Jun	10.418	2.888	1.244	748	5.100	437	149	45	16	19	60	9
Jul	10.430	2.897	1.265	759	5.073	437	150	42	14	11	79	4
Ago	10.455	2.892	1.262	761	5.101	439	77	25	6	8	34	4
del cual: a tipo variable												
2010	4.380	1.761	1.961	106	432	121	78	34	29	1	10	4
2011	4.400	1.784	1.874	90	513	139	84	37	32	1	11	3
2011 III	4.284	1.771	1.801	88	491	133	57	27	21	0	5	3
IV	4.400	1.784	1.874	90	513	139	107	36	51	1	15	3
2012 I	4.340	1.769	1.837	91	486	157	90	46	25	1	10	8
II	4.336	1.766	1.821	89	486	175	75	37	23	1	9	4
2012 May	4.355	1.751	1.877	91	477	159	68	22	33	1	8	4
Jun	4.336	1.766	1.821	89	486	175	96	60	21	1	9	6
Jul	4.335	1.779	1.794	90	492	180	109	65	29	1	8	6
Ago	4.283	1.779	1.752	91	483	179	53	32	16	0	2	2

Fuente: BCE.

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

2) La diferencia residual entre el total de valores distintos de acciones a largo plazo y los valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

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

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

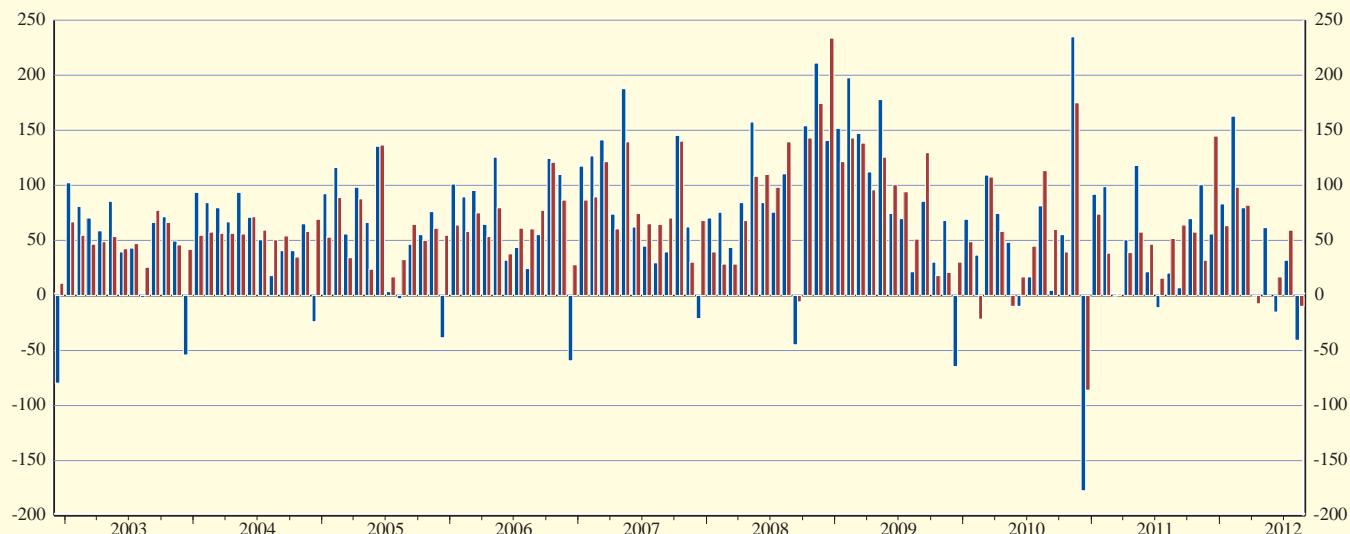
2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2010	45,3	-1,1	4,4	5,0	31,6	5,3	-	-	-	-	-	-
2011	51,9	22,7	-3,4	3,7	23,4	5,6	-	-	-	-	-	-
2011 III	5,4	12,8	-10,2	4,6	-3,8	2,0	43,7	18,7	5,0	5,9	10,6	3,5
IV	75,6	29,7	20,2	3,3	17,6	4,9	78,1	40,8	-2,0	6,8	31,3	1,2
2012 I	108,4	38,5	12,7	11,7	29,6	15,9	81,0	16,9	22,8	9,4	15,7	16,3
II	15,2	-19,2	-4,3	10,1	27,8	0,7	3,1	-13,8	-6,9	7,7	13,4	2,7
2012 May	61,7	-23,6	13,4	12,5	59,7	-0,3	0,1	-37,7	7,0	5,2	26,1	-0,5
Jun	-15,3	-4,2	-54,5	2,8	31,9	8,7	16,7	25,9	-51,1	8,9	21,2	11,7
Jul	32,0	39,7	-10,8	10,1	-14,3	7,2	59,3	41,3	-11,1	6,3	15,5	7,4
Ago	-40,6	1,2	-44,3	3,5	1,8	-2,8	-10,1	-1,0	-32,4	10,7	11,1	1,6
A largo plazo												
2010	53,8	1,9	1,7	5,3	41,3	3,5	-	-	-	-	-	-
2011	47,6	12,0	-2,1	2,8	31,0	3,9	-	-	-	-	-	-
2011 III	-9,0	3,0	-6,6	0,9	-6,9	0,6	36,3	10,0	6,5	2,5	14,4	2,9
IV	75,2	0,7	21,6	5,5	43,8	3,6	66,7	13,7	0,2	6,8	42,7	3,3
2012 I	91,6	35,5	7,3	10,4	27,3	11,1	77,9	21,1	18,1	9,9	19,0	9,8
II	32,4	-7,0	-3,5	5,6	33,6	3,8	9,3	-12,7	-5,4	3,1	21,5	2,8
2012 May	69,7	-10,9	11,4	4,2	63,1	1,8	16,8	-24,2	7,2	0,7	31,2	1,9
Jun	24,5	16,0	-46,7	9,5	38,0	7,7	17,8	15,7	-43,5	9,0	31,1	5,5
Jul	1,9	16,1	-6,4	9,1	-21,0	4,0	40,0	16,5	-9,9	9,4	15,3	8,6
Ago	-22,9	2,0	-41,7	5,7	9,9	1,1	18,9	9,1	-28,7	12,0	23,9	2,7

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

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

- █ Emisiones netas
- █ Emisiones netas desestacionalizadas



Fuente: BCE.

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

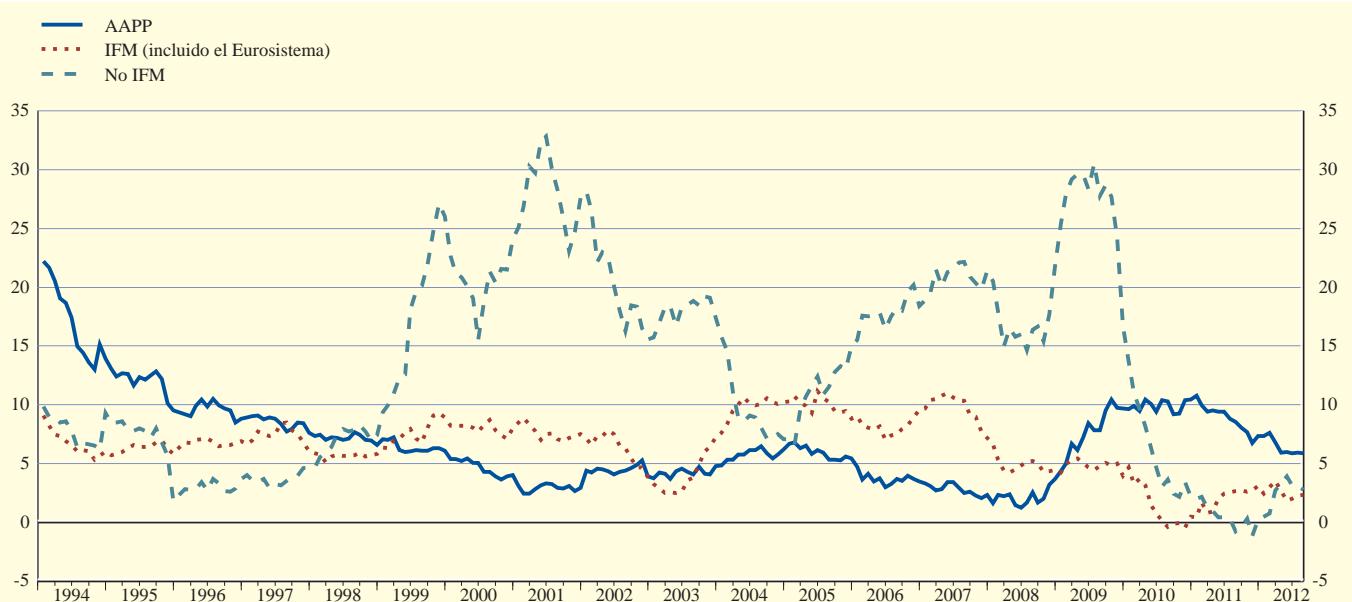
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2011 Ago	3,2	2,0	-1,3	5,2	5,6	15,3	2,7	2,0	-3,9	4,6	4,9	23,4
Sep	3,2	2,4	-0,8	4,8	5,1	14,2	3,5	3,1	-0,2	4,5	4,4	17,7
Oct	3,3	2,9	-0,3	4,7	4,7	12,9	3,7	3,5	0,7	7,2	4,1	13,2
Nov	2,4	3,2	-2,3	5,1	3,0	13,6	3,3	3,6	0,2	6,9	3,5	11,2
Dic	3,9	5,2	-1,2	5,4	4,7	12,1	4,6	6,7	0,6	9,3	4,1	4,8
2012 Ene	3,9	4,4	-1,2	6,3	4,8	15,4	5,2	6,8	1,0	9,5	4,5	14,3
Feb	4,2	4,5	-0,6	7,0	4,8	19,8	5,7	7,0	2,9	9,4	4,6	16,2
Mar	4,7	4,8	1,8	8,0	4,5	17,9	5,9	6,5	3,9	11,6	4,6	17,8
Abr	4,4	4,2	2,6	9,5	3,7	15,7	5,1	4,8	4,5	11,7	3,5	18,5
May	4,0	3,0	3,3	9,2	3,8	12,6	4,7	2,4	6,4	11,3	4,0	14,1
Jun	3,8	3,4	1,7	10,5	3,5	11,7	3,1	0,3	3,0	12,0	2,8	19,2
Jul	4,0	4,2	1,4	10,6	3,4	14,8	3,0	1,9	1,8	11,6	2,3	15,4
Ago	3,7	3,7	0,7	10,8	3,3	12,5	1,7	0,6	-1,3	12,2	2,1	9,0
A largo plazo												
2011 Ago	4,0	2,7	-2,0	4,4	8,4	10,3	2,8	1,7	-3,9	3,3	6,9	12,8
Sep	4,0	2,7	-1,3	3,4	7,9	9,4	3,3	2,7	-0,5	1,9	5,6	10,3
Oct	4,0	2,6	-0,4	3,5	7,6	8,7	3,4	2,1	1,2	3,5	5,3	9,1
Nov	3,3	2,7	-2,3	4,0	6,4	10,0	3,4	2,1	0,8	5,0	5,2	9,2
Dic	4,0	3,1	-0,8	4,4	7,2	9,4	4,3	3,0	1,3	7,5	6,4	7,2
2012 Ene	3,9	2,4	-0,8	5,7	7,0	11,1	4,9	3,2	1,6	9,1	7,1	10,3
Feb	4,2	3,0	-0,6	6,5	7,0	13,5	5,6	4,3	2,8	9,8	7,1	14,4
Mar	4,6	3,5	1,5	7,5	6,2	12,7	6,0	4,4	3,5	13,4	6,9	15,2
Abr	4,2	2,7	2,4	7,2	5,4	11,7	4,9	3,2	3,6	10,8	5,5	14,4
May	4,1	1,9	3,1	7,1	5,5	10,6	4,8	1,6	5,5	9,2	5,8	11,9
Jun	3,9	2,0	1,8	8,7	5,4	10,7	3,5	1,0	2,5	10,0	4,4	14,2
Jul	4,0	2,3	1,5	9,7	5,3	12,1	3,1	1,4	1,4	10,3	3,6	13,9
Ago	3,9	2,3	0,8	10,6	5,3	11,5	2,2	0,4	-1,1	11,5	3,6	8,6

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro¹⁾ (cont.)
(tasas de variación)

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

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



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro¹⁾

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

1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

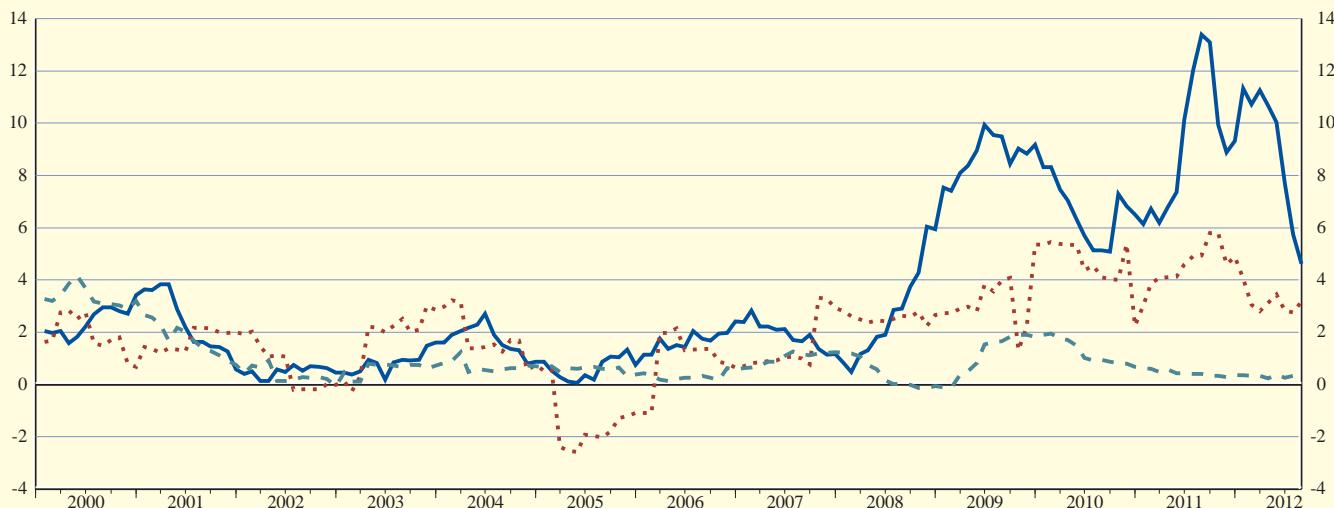
(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice; Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 Ago	4.119,5	103,7	1,7	479,0	5,1	314,4	4,1	3.326,2	1,0
Sep	4.341,2	103,8	1,6	487,3	5,1	326,7	4,0	3.527,2	0,9
Oct	4.515,5	104,2	1,8	514,7	7,3	333,6	4,0	3.667,2	0,8
Nov	4.397,9	104,4	1,8	438,0	6,8	316,6	5,4	3.643,3	0,8
Dic	4.580,5	104,4	1,4	458,7	6,5	334,0	2,3	3.787,7	0,7
2011 Ene	4.744,5	104,6	1,4	514,6	6,1	365,9	3,0	3.864,0	0,6
Feb	4.830,5	104,7	1,5	535,3	6,7	379,0	3,9	3.916,2	0,6
Mar	4.752,5	104,8	1,4	492,0	6,2	363,3	4,1	3.897,2	0,5
Abr	4.876,0	105,0	1,5	497,9	6,8	371,6	4,1	4.006,5	0,6
May	4.760,8	105,0	1,5	476,3	7,4	356,3	4,1	3.928,1	0,4
Jun	4.705,6	105,5	1,7	492,0	10,1	350,6	4,6	3.863,0	0,4
Jul	4.488,0	105,7	1,9	459,1	12,1	325,6	4,9	3.703,3	0,4
Ago	3.960,2	105,9	2,1	383,3	13,4	281,7	4,9	3.295,2	0,4
Sep	3.733,4	105,9	2,0	350,9	13,1	264,4	5,8	3.118,1	0,3
Oct	4.026,4	105,9	1,7	360,8	9,9	288,0	5,8	3.377,6	0,3
Nov	3.875,5	106,0	1,5	330,1	8,9	271,6	4,6	3.273,8	0,3
Dic	3.888,1	106,1	1,6	339,7	9,3	270,8	4,9	3.277,6	0,4
2012 Ene	4.101,0	106,3	1,7	375,9	11,3	298,1	4,0	3.427,0	0,4
Feb	4.267,1	106,3	1,5	395,1	10,7	311,4	3,1	3.560,6	0,3
Mar	4.251,1	106,4	1,5	373,5	11,3	311,1	2,8	3.566,5	0,3
Abr	4.078,2	106,5	1,4	327,7	10,7	292,0	3,1	3.458,6	0,2
May	3.772,2	106,5	1,5	281,2	10,0	260,2	3,4	3.230,8	0,4
Jun	3.935,4	106,6	1,1	318,0	7,7	280,3	2,8	3.337,1	0,3
Jul	4.062,0	106,8	1,0	310,1	5,8	287,5	2,8	3.464,4	0,3
Ago	4.185,0	106,8	0,9	349,8	4,6	304,7	3,2	3.530,6	0,3

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

(tasas de variación interanual)

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



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(mm de euros; valores de mercado)

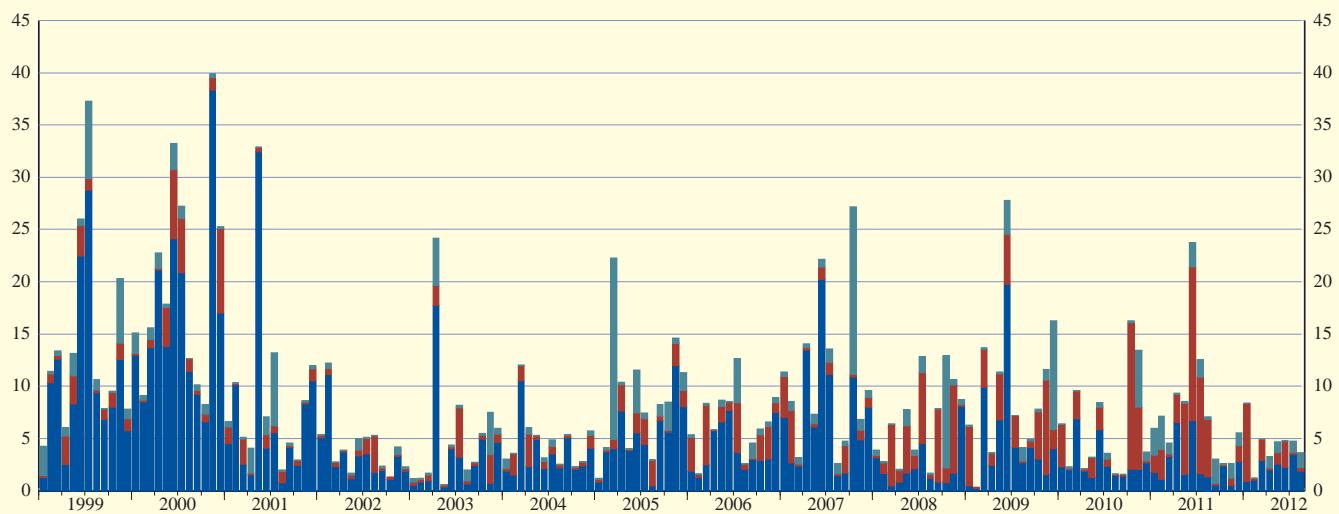
2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2010 Ago	1,5	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,3
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
Nov	13,5	1,5	12,0	5,9	0,0	5,9	5,5	0,1	5,4	2,1	1,4	0,7
Dic	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
2011 Ene	6,0	1,3	4,7	1,6	0,0	1,6	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
Feb	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
Mar	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
Abr	9,3	0,6	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,5	0,6	5,9
May	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
Jun	23,7	1,3	22,5	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7
Jul	12,5	0,7	11,8	9,3	0,0	9,3	1,6	0,0	1,6	1,6	0,7	0,9
Ago	7,1	1,0	6,1	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,8	0,5
Sep	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4
Oct	2,4	0,4	2,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	2,3	0,4	1,9
Nov	2,6	1,5	1,1	0,7	0,0	0,7	1,4	0,0	1,4	0,6	1,5	-1,0
Dic	5,5	1,0	4,5	1,5	0,0	1,5	1,2	0,0	1,2	2,8	1,0	1,8
2012 Ene	8,4	0,4	7,9	7,5	0,0	7,5	0,0	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,6
Feb	1,1	1,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	1,0	1,2	-0,1
Mar	4,9	0,7	4,3	2,0	0,0	2,0	0,0	0,1	-0,1	2,9	0,6	2,3
Abr	3,1	0,3	2,8	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	2,0	0,3	1,7
May	4,7	1,8	2,9	1,1	0,0	1,1	1,1	0,1	1,0	2,5	1,7	0,8
Jun	4,8	1,2	3,6	2,6	0,0	2,6	0,0	0,1	-0,1	2,2	1,1	1,1
Jul	4,7	0,3	4,4	0,2	0,0	0,2	1,1	0,0	1,1	3,5	0,3	3,2
Ago	3,7	1,5	2,2	0,4	0,0	0,4	1,4	0,1	1,3	1,8	1,3	0,5

G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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

 Sociedades no financieras
 IFM
 Instituciones financieras distintas de las IFM



Fuente: BCE.

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro¹⁾
 (porcentaje; saldos vivos a fin de periodo; las nuevas operaciones se refieren a la media del periodo, salvo indicación en contrario)

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

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales	
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso ²⁾		A la vista	A plazo				
		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 Oct	0,55	2,88	3,17	3,14	1,77	1,96	0,69	1,72	2,74	2,72	1,65	
Nov	0,55	2,78	3,08	3,03	1,78	1,96	0,66	1,53	2,61	2,85	1,62	
Dic	0,54	2,78	3,20	3,06	1,79	1,97	0,65	1,53	2,76	2,90	1,38	
2012 Ene	0,53	2,94	3,49	3,15	1,81	1,96	0,61	1,34	2,95	2,92	1,23	
Feb	0,52	2,90	3,38	3,16	1,81	1,96	0,59	1,26	2,96	3,01	1,05	
Mar	0,51	2,88	3,04	3,03	1,79	1,95	0,58	1,31	2,75	2,98	0,97	
Abr	0,49	2,82	2,92	2,84	1,76	1,95	0,55	1,16	2,70	3,07	1,28	
May	0,48	2,65	2,70	2,68	1,74	1,91	0,54	1,07	2,31	2,75	0,93	
Jun	0,47	2,72	2,73	2,63	1,73	1,88	0,52	1,11	2,32	2,69	0,98	
Jul	0,45	2,80	2,89	2,61	1,70	1,85	0,47	1,14	2,01	2,53	1,26	
Ago	0,44	2,66	2,76	2,51	1,68	1,81	0,46	1,10	2,12	2,42	1,01	
Sep	0,42	2,80	2,83	2,42	1,65	1,77	0,46	1,13	2,37	2,53	1,41	

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		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011 Oct	8,43	17,17	5,60	6,53	7,94	7,54	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16
Nov	8,41	17,11	5,56	6,47	7,78	7,39	3,43	3,74	3,84	3,94	3,96	4,22	4,93	4,02
Dic	8,37	17,08	5,27	6,44	7,64	7,16	3,49	3,74	3,81	3,95	4,02	4,13	4,84	3,92
2012 Ene	8,46	17,06	5,62	6,58	8,08	7,57	3,50	3,71	3,75	4,03	4,03	3,88	4,76	3,93
Feb	8,41	17,05	5,70	6,58	8,09	7,63	3,44	3,64	3,70	3,95	3,92	3,86	4,71	4,04
Mar	8,39	16,98	5,55	6,44	7,94	7,45	3,31	3,57	3,61	3,91	3,83	3,73	4,74	3,90
Abr	8,26	17,10	5,43	6,31	7,95	7,35	3,20	3,58	3,59	3,96	3,79	3,65	4,68	3,89
May	8,26	17,10	5,65	6,39	7,95	7,48	3,14	3,54	3,53	3,84	3,72	3,80	4,74	3,83
Jun	8,25	17,06	5,61	6,27	7,73	7,27	3,11	3,48	3,46	3,69	3,66	3,61	4,73	3,71
Jul	8,14	17,01	5,76	6,26	7,82	7,37	3,09	3,40	3,31	3,62	3,58	3,64	4,45	3,49
Ago	8,12	16,96	5,79	6,27	7,67	7,37	2,94	3,33	3,21	3,52	3,48	3,43	4,45	3,32
Sep	8,14	16,95	5,77	6,18	7,62	7,26	2,92	3,27	3,21	3,49	3,45	3,23	4,48	3,31

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

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial						
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2011 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	3,60	3,71	
Dic		4,66	4,89	5,15	4,98	5,05	4,59	4,27	3,04	3,74	3,11	3,95	3,73	
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		4,60	4,81	5,17	4,66	5,00	4,63	4,32	2,39	3,43	3,06	3,09	3,37	3,57
Abr		4,46	4,96	5,09	4,61	4,85	4,57	4,39	2,39	3,52	3,43	3,40	3,51	3,59
May		4,43	4,82	5,11	4,60	4,84	4,49	4,20	2,37	3,75	3,41	3,48	3,60	3,51
Jun		4,39	4,81	5,03	4,58	4,76	4,41	4,16	2,44	3,20	3,44	3,03	3,34	3,22
Jul		4,30	4,86	5,17	4,58	4,56	4,13	4,12	2,23	3,31	3,62	3,13	3,19	3,50
Ago		4,20	4,84	4,95	4,31	4,50	3,92	3,88	2,05	2,96	3,08	3,21	3,16	3,01
Sep		4,18	4,69	4,75	4,25	4,45	3,87	3,93	2,15	2,56	2,93	2,74	2,95	3,06

Fuente: BCE.

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

2) En 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.

3) 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.

4) 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 Oct	0,55	2,66	2,78	1,77	1,96	0,69	2,18	3,14	2,15	
Nov	0,55	2,70	2,80	1,78	1,96	0,66	2,18	3,16	2,24	
Dic	0,54	2,73	2,78	1,79	1,97	0,65	2,18	3,13	2,37	
2012 Ene	0,53	2,76	2,78	1,81	1,96	0,61	2,14	3,16	2,46	
Feb	0,52	2,79	2,80	1,81	1,96	0,59	2,13	3,20	2,62	
Mar	0,51	2,81	2,81	1,79	1,95	0,58	2,05	3,13	2,58	
Abr	0,49	2,78	2,82	1,76	1,95	0,55	2,00	3,09	2,57	
May	0,48	2,76	2,80	1,74	1,91	0,54	1,96	3,06	2,39	
Jun	0,47	2,73	2,82	1,73	1,88	0,52	1,93	3,08	2,48	
Jul	0,45	2,72	2,78	1,70	1,85	0,47	1,89	3,04	2,47	
Ago	0,44	2,70	2,77	1,68	1,81	0,46	1,84	3,01	2,45	
Sep	0,42	2,69	2,79	1,65	1,77	0,46	1,82	3,02	2,60	

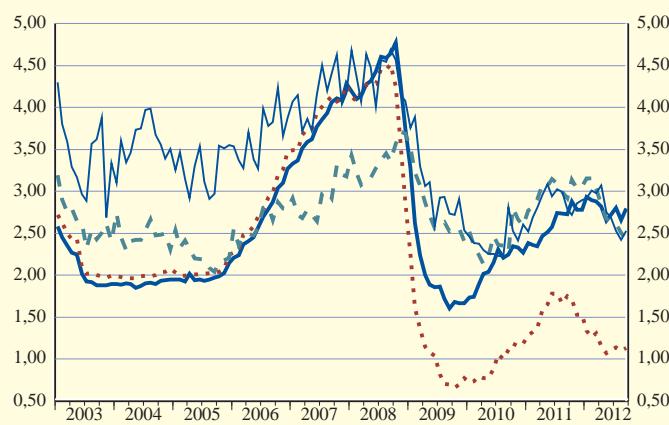
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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 Oct	4,12	3,78	3,91	8,17	6,44	5,33	4,19	3,86	3,74
Nov	4,12	3,77	3,91	8,09	6,44	5,34	4,20	3,89	3,75
Dic	4,12	3,74	3,89	8,11	6,43	5,31	4,26	3,87	3,72
2012 Ene	4,06	3,71	3,87	8,14	6,40	5,29	4,24	3,82	3,68
Feb	4,04	3,69	3,86	8,09	6,39	5,27	4,18	3,78	3,67
Mar	4,03	3,68	3,85	8,07	6,37	5,25	4,16	3,66	3,60
Abr	3,93	3,64	3,80	7,97	6,31	5,20	4,05	3,61	3,54
May	3,88	3,62	3,77	7,95	6,29	5,16	3,99	3,58	3,50
Jun	3,86	3,60	3,76	7,83	6,30	5,14	3,96	3,53	3,46
Jul	3,78	3,54	3,72	7,78	6,26	5,08	3,89	3,47	3,40
Ago	3,73	3,51	3,67	7,77	6,22	5,05	3,81	3,41	3,36
Sep	3,72	3,51	3,66	7,81	6,30	5,03	3,78	3,40	3,34

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.

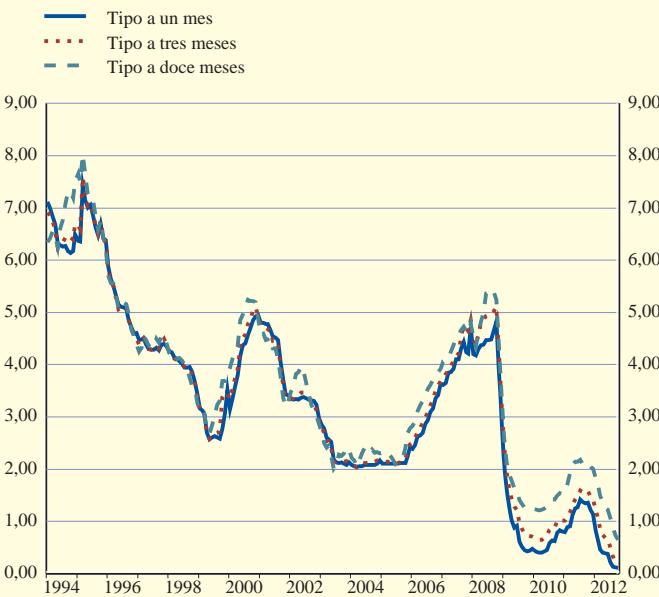
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonia) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5		
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2011 III	0,97	1,38	1,56	1,77	2,11	0,30	0,19
IV	0,79	1,24	1,50	1,72	2,05	0,48	0,20
2012 I	0,37	0,64	1,04	1,34	1,67	0,51	0,20
II	0,34	0,39	0,69	0,98	1,28	0,47	0,20
III	0,13	0,16	0,36	0,63	0,90	0,43	0,19
2011 Oct	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
Nov	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20
Dic	0,63	1,14	1,43	1,67	2,00	0,56	0,20
2012 Ene	0,38	0,84	1,22	1,50	1,84	0,57	0,20
Feb	0,37	0,63	1,05	1,35	1,68	0,50	0,20
Mar	0,36	0,47	0,86	1,16	1,50	0,47	0,20
Abr	0,35	0,41	0,74	1,04	1,37	0,47	0,20
May	0,34	0,39	0,68	0,97	1,27	0,47	0,20
Jun	0,33	0,38	0,66	0,93	1,22	0,47	0,20
Jul	0,18	0,22	0,50	0,78	1,06	0,45	0,20
Ago	0,11	0,13	0,33	0,61	0,88	0,43	0,19
Sep	0,10	0,12	0,25	0,48	0,74	0,39	0,19
Oct	0,09	0,11	0,21	0,41	0,65	0,33	0,19

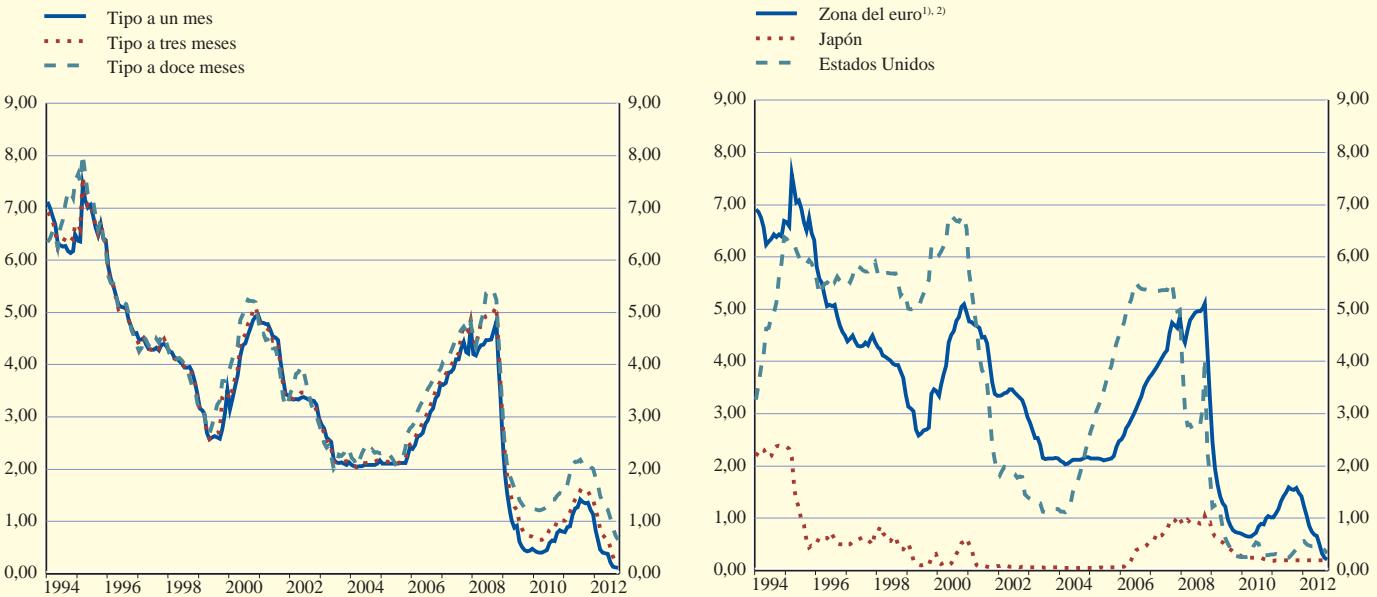
G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^{1), 2)}

(medias mensuales; porcentaje)



G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

- 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.
- 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⁾

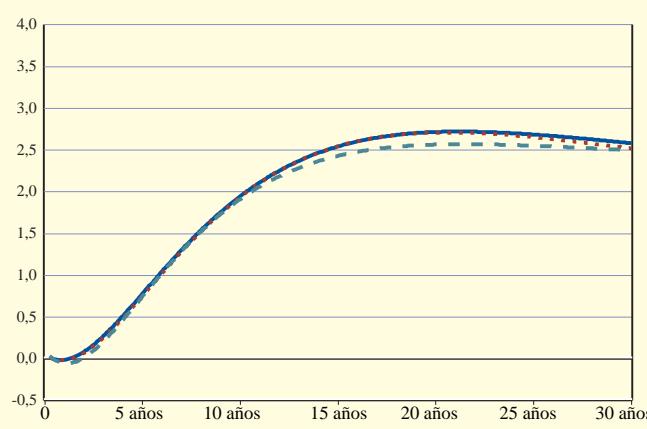
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos <i>forward</i> instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2011 IV	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 I	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
II	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
III	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
2011 Oct	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
Nov	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41
Dic	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012 Ene	0,11	0,21	0,45	1,44	2,03	2,67	2,55	2,22	0,39	1,03	3,07	4,26
Feb	0,11	0,15	0,37	1,39	1,99	2,59	2,49	2,22	0,29	0,95	3,06	4,06
Mar	0,07	0,16	0,39	1,36	1,95	2,60	2,53	2,21	0,34	0,95	2,97	4,26
Abr	0,03	0,10	0,32	1,26	1,84	2,47	2,44	2,15	0,26	0,85	2,84	4,10
May	0,07	0,05	0,17	0,89	1,36	1,89	1,82	1,72	0,10	0,52	2,17	3,23
Jun	0,04	0,08	0,27	1,17	1,73	2,32	2,27	2,05	0,20	0,76	2,69	3,82
Jul	0,00	-0,09	-0,02	0,71	1,25	1,87	1,87	1,89	-0,11	0,26	2,12	3,52
Ago	0,03	-0,05	0,01	0,75	1,29	1,91	1,88	1,90	-0,08	0,30	2,17	3,55
Sep	0,02	-0,01	0,07	0,76	1,29	1,94	1,92	1,87	0,00	0,36	2,10	3,75
Oct	0,01	-0,01	0,09	0,78	1,31	1,95	1,94	1,86	0,02	0,39	2,13	3,72

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

(porcentaje; fin de período)

- Octubre 2012
- Septiembre 2012
- Agosto 2012



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

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

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



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

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

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

4.8 Índices bursátiles

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

Referencia	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Principales índices sectoriales													
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2011 III	236,0	2.381,6	463,7	146,0	341,5	282,0	133,8	323,0	199,8	270,2	333,0	435,0	1.225,3	9.246,3
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
II	224,0	2.226,2	472,5	140,8	370,7	285,3	108,2	311,6	207,4	223,4	261,9	493,2	1.349,7	9.026,5
III	238,7	2.400,9	505,9	152,7	392,3	307,8	117,2	327,7	215,9	234,0	265,6	548,5	1.400,9	8.886,4
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
Nov	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1
Dic	222,2	2.283,3	433,2	142,4	329,9	302,9	115,9	295,5	196,6	249,3	310,3	448,4	1.243,3	8.506,0
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
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
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
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
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
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
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
Ago	240,5	2.424,5	509,4	154,6	399,7	313,0	116,8	330,3	220,8	231,8	265,7	552,5	1.403,4	8.949,9
Sep	250,1	2.530,7	531,4	158,2	398,1	321,0	129,5	339,8	223,0	247,2	274,6	559,7	1.443,4	8.948,6
Oct	248,7	2.503,5	528,4	159,1	398,3	311,7	130,2	340,2	219,9	241,9	255,9	567,6	1.437,8	8.827,4

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

(enero 1994 = 100; medias mensuales)

- Índice Dow Jones EURO STOXX amplio¹⁾
- Standard & Poor's 500
- Nikkei 225



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⁾

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

	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						
% del total en 2012	19,1	11,9	7,2	39,5	28,5	11,0	10,1	6,0	6,5	3,1	14,5	7,3
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2011 III	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,3	-1,8	2,3	2,1
IV	3,3	4,2	1,8	3,9	1,2	11,5	1,7	1,4	3,0	-1,8	2,2	2,1
2012 I	3,2	4,0	2,0	3,3	1,1	9,1	1,7	1,5	2,9	-2,7	2,1	2,4
II	3,0	3,5	2,3	2,9	1,3	7,2	1,7	1,4	2,7	-3,1	2,2	2,0
III	3,0	2,7	3,4	3,2	1,3	8,0	1,9	1,5	3,0	-3,1	2,2	1,9
2012 May	2,8	3,4	1,8	3,0	1,3	7,3	1,7	1,4	2,7	-3,3	2,4	2,0
Jun	3,2	3,2	3,1	2,6	1,3	6,1	1,7	1,4	3,0	-2,8	2,1	2,0
Jul	2,9	2,9	2,9	2,8	1,5	6,1	1,9	1,6	2,9	-3,1	2,3	1,9
Ago	3,0	2,7	3,5	3,3	1,1	8,9	1,9	1,6	3,3	-3,1	2,2	1,9
Sep	2,9	2,5	3,7	3,4	1,2	9,1	1,8	1,5	2,8	-3,3	2,2	1,8
Oct ³⁾	3,2	.	.	.	1,1	7,8	.	.	.	.	.	.

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 manufac-	tura	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo								
							Total	Duradero	No duradero						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,9			
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,2			
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,0			
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 III	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	1,1			
IV	119,3	5,1	4,5	2,9	3,4	1,5	3,3	2,5	3,4	11,4	2,8	-0,3			
2012 I	121,0	3,7	3,0	1,7	1,2	1,2	2,9	2,3	3,0	9,5	1,8	-0,8			
II	121,1	2,2	1,6	1,1	0,4	1,2	2,0	1,9	2,0	5,8	1,6	-1,5			
III	121,7	2,3	1,9	1,0	0,3	0,9	2,1	1,6	2,2	6,5	.	.			
2012 Abr	121,7	2,6	2,0	1,3	0,6	1,2	2,2	2,0	2,3	6,6	-	-			
May	121,1	2,3	1,8	1,1	0,5	1,2	1,9	1,9	1,9	6,2	-	-			
Jun	120,5	1,8	1,1	0,9	0,1	1,1	1,9	1,9	1,9	4,7	-	-			
Jul	120,8	1,6	1,1	0,8	-0,2	1,0	1,9	1,9	2,0	4,5	-	-			
Ago	122,0	2,7	2,2	1,0	0,2	0,9	2,1	1,7	2,2	8,1	-	-			
Sep	122,2	2,7	2,3	1,2	0,7	0,9	2,3	1,3	2,4	7,0	-	-			

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

Precios del petróleo ³⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflactores del PIB								
	Ponderados ⁴⁾ por las importaciones			Ponderados ⁵⁾ por el destino			Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ⁶⁾	Importaciones ⁶⁾	
	Total	Alimenticias	No alimenticias	Total	Alimenticias	No alimenticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	15	
% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	15	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,2	1,9	2,6	2,6	2,7	2,3	2,4	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	107,2	0,9	-0,1	-0,4	2,1	-0,3	-3,5	-6,3
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,1	0,8	1,5	1,7	0,7	0,8	3,1	5,0
2011	79,7	12,2	22,4	7,7	12,8	20,7	7,5	109,4	1,2	2,0	2,5	0,8	2,1	3,6	5,7
2011 III	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,6	0,3	109,6	1,2	2,0	2,4	0,9	2,1	3,0	5,1
IV	80,7	-2,5	3,6	-5,2	-1,7	4,3	-6,0	109,8	1,3	2,0	2,5	1,1	2,0	2,7	4,5
2012 I	90,1	-5,8	-7,6	-4,9	-4,8	-3,7	-5,6	110,2	1,2	1,7	2,3	0,9	1,6	1,9	3,0
II	84,6	-1,1	-3,4	0,1	1,1	4,1	-1,2	110,6	1,2	1,5	2,0	0,8	1,2	1,5	2,2
III	87,3	5,3	10,4	2,7	7,8	16,0	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.
2012 May	86,0	-0,3	-2,9	1,1	2,4	5,3	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.
Jun	76,4	0,8	-2,1	2,3	3,4	6,7	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.
Jul	83,4	4,7	11,6	1,3	7,1	17,4	-0,5	.	.	.	.	.	.	.	.
Ago	90,5	6,5	11,6	3,9	8,6	16,3	2,6	.	.	.	.	.	.	.	.
Sep	87,9	4,6	8,1	2,9	7,7	14,2	2,8	.	.	.	.	.	.	.	.
Oct	85,6	5,8	8,2	4,6	8,0	11,8	4,9	.	.	.	.	.	.	.	.

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual)

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

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2005 = 100)	Total	Por rama de actividad										
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios ¹⁾													
2010	109,2	-0,8	3,9	-7,6	3,4	-0,9	0,0	0,3	3,3	1,0	0,8	1,8	
2011	110,3	1,0	-2,0	-0,1	0,6	0,8	3,0	0,7	4,2	2,9	0,7	1,2	
2011 III	110,3	1,1	-3,1	0,0	-0,2	1,6	3,2	-0,2	3,2	2,7	1,0	1,1	
IV	111,1	1,5	-2,4	2,2	-1,4	1,6	3,8	-0,8	4,1	3,4	0,6	1,2	
2012 I	111,5	1,5	-2,0	2,7	0,5	1,8	4,4	1,3	1,8	2,1	0,6	1,7	
II	112,0	1,4	-1,2	3,1	0,0	1,5	3,9	0,0	0,8	2,3	-0,1	1,6	
Remuneración por asalariado													
2010	111,6	1,7	2,1	3,8	1,9	1,8	2,8	1,8	3,1	0,8	0,9	1,2	
2011	114,1	2,2	1,7	3,0	3,9	1,8	2,4	1,0	2,4	2,8	1,3	1,3	
2011 III	114,3	2,1	1,7	2,8	3,0	1,9	2,4	1,3	3,1	2,8	1,7	1,3	
IV	115,0	2,2	1,6	2,1	4,4	2,1	2,3	-0,1	1,8	3,3	1,7	2,1	
2012 I	115,7	2,0	1,5	2,0	3,0	2,0	2,6	1,9	2,5	2,6	1,4	2,1	
II	115,9	1,6	1,0	2,4	2,9	1,6	1,6	1,4	0,5	2,0	0,8	1,7	
Productividad del trabajo por persona ocupada ²⁾													
2010	102,2	2,5	-1,8	12,4	-1,5	2,8	2,9	1,5	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	
2011	103,4	1,2	3,8	3,1	3,3	1,0	-0,6	0,3	-1,7	-0,1	0,7	0,2	
2011 III	103,5	1,0	5,0	2,8	3,2	0,3	-0,8	1,5	-0,2	0,1	0,7	0,2	
IV	103,5	0,7	4,1	0,0	5,9	0,5	-1,5	0,7	-2,2	-0,1	1,1	0,9	
2012 I	103,7	0,4	3,6	-0,7	2,5	0,2	-1,7	0,6	0,7	0,4	0,8	0,4	
II	103,5	0,2	2,3	-0,7	2,9	0,1	-2,2	1,4	-0,3	-0,3	0,9	0,0	
Remuneración por hora trabajada													
2010	113,6	1,1	0,4	1,1	2,2	1,6	2,1	1,3	2,2	-0,1	0,8	1,3	
2011	115,9	2,0	-0,2	2,3	4,2	2,0	2,4	0,9	2,0	2,5	1,4	1,7	
2011 III	116,0	2,2	0,3	2,5	3,6	1,9	2,3	1,0	1,9	2,6	2,0	1,9	
IV	116,9	2,1	-0,2	2,3	5,4	2,1	2,0	-0,6	2,5	2,9	1,4	2,1	
2012 I	117,3	2,2	4,4	1,7	4,1	2,2	3,0	2,5	5,3	3,1	1,1	2,4	
II	118,0	1,8	1,8	2,0	4,3	2,2	1,5	2,2	2,6	2,1	0,3	1,7	
Productividad del trabajo por hora trabajada ²⁾													
2010	104,1	2,0	-2,3	9,5	-1,5	2,4	2,3	1,0	-1,2	-0,8	0,0	-0,2	
2011	105,4	1,2	3,7	2,5	3,4	1,4	-0,6	0,2	-2,2	-0,2	0,7	0,6	
2011 III	105,6	1,1	5,9	2,7	3,4	0,4	-1,0	1,3	-1,3	0,0	0,9	0,4	
IV	105,6	0,7	3,8	0,1	6,5	0,6	-1,5	0,5	-1,8	-0,4	0,8	0,8	
2012 I	105,7	0,7	4,9	-1,0	3,6	0,7	-1,5	1,0	2,3	0,8	0,5	0,6	
II	105,9	0,3	2,7	-1,2	4,4	0,4	-2,4	2,2	0,2	0,0	0,4	0,3	

5. Índices de costes laborales ³⁾

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

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, ganadería, silvicultura, y pesca. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.

4) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Precios corrientes (mm de euros)									
2008	9.241,5	9.155,9	5.206,4	1.899,1	1.989,2	61,3	85,6	3.884,9	3.799,2
2009	8.922,2	8.804,2	5.134,2	1.988,2	1.730,6	-48,9	118,1	3.285,6	3.167,5
2010	9.175,9	9.053,3	5.268,9	2.017,1	1.744,1	23,2	122,7	3.769,4	3.646,8
2011	9.420,6	9.282,3	5.406,9	2.030,8	1.804,8	39,8	138,3	4.148,9	4.010,6
2011 II	2.353,8	2.327,3	1.347,1	507,8	451,2	21,1	26,5	1.028,4	1.001,9
III	2.362,8	2.324,4	1.355,9	507,6	451,3	9,7	38,3	1.047,9	1.009,6
IV	2.360,2	2.312,9	1.357,7	508,7	450,4	-3,8	47,3	1.049,4	1.002,1
2012 I	2.368,3	2.318,6	1.362,7	511,6	447,0	-2,7	49,7	1.064,4	1.014,7
II	2.371,7	2.311,5	1.361,7	511,5	440,3	-2,0	60,2	1.078,3	1.018,1
porcentaje del PIB									
2011	100,0	98,5	57,4	21,6	19,2	0,4	1,5	-	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior)									
tasas de variación intertrimestral									
2011 II	0,2	0,1	-0,4	0,1	-0,2	-	-	0,6	0,2
III	0,1	-0,4	0,2	-0,2	-0,4	-	-	1,5	0,4
IV	-0,3	-0,9	0,5	0,0	-0,5	-	-	-0,1	-1,4
2012 I	0,0	-0,4	-0,2	0,1	-1,2	-	-	0,7	-0,2
II	-0,2	-0,5	-0,4	0,0	-1,5	-	-	1,3	0,6
tasas de variación interanual									
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,4	-	-	1,1	0,9
2009	-4,4	-3,8	-1,0	2,6	-12,7	-	-	-12,4	-11,1
2010	2,0	1,3	0,9	0,7	-0,1	-	-	11,2	9,6
2011	1,4	0,5	0,1	-0,1	1,4	-	-	6,3	4,1
2011 II	1,6	0,9	0,2	0,1	1,3	-	-	6,3	4,6
III	1,3	0,3	0,2	-0,4	0,7	-	-	5,8	3,5
IV	0,6	-0,7	-0,8	-0,3	0,8	-	-	3,6	0,4
2012 I	0,0	-1,6	-1,0	0,0	-2,4	-	-	2,6	-0,9
II	-0,4	-2,2	-0,9	-0,1	-3,6	-	-	3,3	-0,6
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales									
2011 II	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	-	-
III	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,5	-	-
IV	-0,3	-0,8	-0,3	0,0	-0,1	-0,4	0,5	-	-
2012 I	0,0	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-	-
II	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,3	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales									
2008	0,4	0,3	0,3	0,5	-0,3	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,4	-3,7	-0,6	0,5	-2,7	-0,9	-0,7	-	-
2010	2,0	1,3	0,5	0,2	0,0	0,6	0,7	-	-
2011	1,4	0,5	0,1	0,0	0,3	0,2	1,0	-	-
2011 II	1,6	0,9	0,1	0,0	0,3	0,5	0,7	-	-
III	1,3	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	1,0	-	-
IV	0,6	-0,7	-0,5	-0,1	0,2	-0,3	1,3	-	-
2012 I	0,0	-1,6	-0,6	0,0	-0,5	-0,6	1,5	-	-
II	-0,4	-2,1	-0,5	0,0	-0,7	-0,9	1,7	-	-

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	
Precios corrientes (mm de euros)												
2008	8.296,0	141,5	1.643,9	562,5	1.590,1	367,0	392,3	930,7	857,3	1.520,8	290,0	945,6
2009	8.028,3	123,8	1.461,8	531,5	1.537,4	369,7	421,5	901,9	804,0	1.581,6	295,0	893,9
2010	8.234,1	136,0	1.569,5	501,5	1.580,0	369,8	436,3	914,9	815,2	1.611,1	300,0	941,8
2011	8.446,7	142,8	1.639,1	507,0	1.631,4	370,7	432,4	945,0	841,3	1.631,8	305,2	973,8
2011 II	2.108,9	36,0	410,2	126,2	406,0	92,6	107,8	236,0	210,1	408,3	75,7	244,9
III	2.117,9	35,3	411,7	126,3	409,5	92,9	108,3	237,5	211,0	408,8	76,4	244,9
IV	2.118,1	35,7	407,5	127,1	410,6	92,4	108,1	238,6	212,0	409,0	77,2	242,1
2012 I	2.124,4	36,8	408,6	126,3	410,4	92,1	108,6	238,9	213,0	412,0	77,6	243,9
II	2.127,7	36,9	410,2	125,8	410,4	91,1	107,9	240,7	213,2	414,1	77,5	244,0
porcentaje del valor añadido												
2011	100,0	1,7	19,4	6,0	19,3	4,4	5,1	11,2	10,0	19,3	3,6	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2011 II	0,2	0,5	0,3	-1,0	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,6	0,4	-0,4	0,2
III	0,1	0,6	0,0	-0,7	0,1	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,2
IV	-0,3	0,0	-1,6	-0,1	-0,3	0,3	-0,2	0,4	-0,1	0,2	0,5	-0,9
2012 I	0,0	1,2	0,1	-0,9	0,0	-0,8	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1
II	-0,1	-0,4	-0,2	-0,9	-0,3	-0,3	0,2	0,2	-0,2	0,4	-0,6	-1,0
tasas de variación interanual												
2008	0,6	2,2	-2,3	-1,1	0,7	3,3	1,7	1,2	1,5	2,0	1,7	-1,3
2009	-4,4	0,9	-13,1	-8,0	-4,5	1,5	0,5	0,5	-7,5	1,3	-0,3	-4,2
2010	2,1	-2,8	9,2	-5,3	2,1	1,5	0,7	-0,5	1,5	1,1	0,3	1,0
2011	1,6	1,6	3,4	-0,8	1,7	1,2	0,1	1,3	2,5	0,8	0,4	0,4
2011 II	1,7	1,3	4,4	-1,9	1,9	1,4	-0,7	1,3	2,9	0,8	-0,3	0,6
III	1,5	3,0	3,5	-1,3	1,2	1,3	1,3	1,2	2,1	0,8	0,5	-0,4
IV	0,9	1,5	0,2	0,6	0,7	0,8	0,7	1,5	1,8	0,9	0,8	-1,5
2012 I	0,0	2,4	-1,2	-2,7	0,0	-0,1	0,1	1,5	0,7	0,7	0,8	-0,7
II	-0,3	1,4	-1,7	-2,6	-0,5	-0,5	0,4	1,1	-0,1	0,7	0,6	-1,9
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2011 II	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
III	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2012 I	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2008	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,1	-
2009	-4,4	0,0	-2,6	-0,5	-0,9	0,1	0,0	0,1	-0,8	0,2	0,0	-
2010	2,1	0,0	1,7	-0,4	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,6	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011 II	1,7	0,0	0,8	-0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
III	1,5	0,0	0,7	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
IV	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2012 I	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
II	-0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	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				
		Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía						
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo									
							Total	Duradero	No duradero							
% del total en 2005	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2009	-13,7	90,5	-14,9	-15,9	-16,1	-19,2	-20,9	-5,0	-17,4	-3,0	-5,4	-8,0				
2010	4,1	97,1	7,3	7,7	7,7	10,0	9,2	3,0	2,7	3,1	3,8	-8,0				
2011	2,4	100,5	3,4	4,6	4,6	4,1	8,8	0,5	0,7	0,5	-4,4	-0,9				
2011 III	3,5	101,3	3,9	4,6	4,7	3,6	9,6	0,5	2,2	0,4	-2,6	1,9				
IV	0,0	99,4	-0,2	0,9	1,0	-0,4	3,8	-0,7	-2,9	-0,4	-7,7	2,1				
2012 I	-2,6	98,9	-1,8	-1,5	-1,4	-3,1	1,7	-3,0	-5,1	-2,7	-3,5	-6,6				
II	-3,1	98,5	-2,4	-2,8	-2,8	-3,9	-1,2	-3,0	-5,2	-2,7	1,1	-5,7				
2012 Mar	-2,0	99,1	-1,7	-1,0	-0,9	-2,8	2,4	-2,4	-6,1	-1,8	-6,4	-2,8				
Abr	-3,3	98,1	-2,6	-3,3	-3,3	-4,4	-1,0	-4,3	-6,8	-3,9	2,5	-5,9				
May	-3,8	99,0	-2,6	-2,8	-2,9	-3,7	-1,7	-2,6	-6,3	-2,0	-0,5	-7,8				
Jun	-2,4	98,5	-2,0	-2,3	-2,0	-3,6	-0,7	-2,2	-2,4	-2,2	1,2	-2,6				
Jul	-3,7	99,2	-2,8	-2,7	-3,0	-3,9	-1,7	-3,5	-9,8	-2,6	0,5	-6,2				
Ago	-3,6	99,8	-2,9	-2,9	-3,0	-4,9	-1,9	-1,8	-4,9	-1,4	0,0	-5,5				
	tasa de variación intermensual (d.)															
2012 Mar	0,9	-	-0,1	1,1	1,1	1,0	1,2	1,4	0,0	1,6	-8,2	10,9				
Abr	-1,0	-	-1,0	-1,8	-1,8	-1,1	-2,8	-1,1	-0,8	-1,7	5,2	-3,2				
May	0,2	-	1,0	1,3	1,0	0,6	1,3	1,3	0,5	2,0	-1,2	0,3				
Jun	-0,3	-	-0,5	-0,7	-0,8	-0,5	-1,1	-0,5	0,4	-0,7	1,1	-0,4				
Jul	0,3	-	0,6	1,0	0,8	0,2	2,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	0,1				
Ago	1,1	-	0,6	0,5	1,4	0,0	0,7	1,8	3,9	1,3	0,9	0,7				

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	
					Precios constantes									
			Precios corrientes	Precios corrientes	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación		Combustible			
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar	Combustible	Total (d.; miles) ³⁾	Total					
% 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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2009	87,4	-22,8	95,6	-18,3	-4,3	100,5	-2,4	-1,7	-2,4	-1,9	-4,2	-5,7	924	
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	
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	
2011 IV	108,6	-0,6	114,5	4,0	0,9	100,0	-1,4	-1,7	-0,9	-4,1	-0,5	-4,1	829	
2012 I	108,2	-3,9	115,1	1,1	1,2	100,2	-1,1	-1,0	-0,5	-0,8	-2,2	-5,6	775	
II	.	.	114,1	-0,8	0,0	99,6	-1,7	-1,6	-1,4	-5,9	-2,0	-4,7	770	
III	.	.	.	.	1,2	100,0	-1,1	-1,0	-0,6	.	-4,3	721	-12,6
2012 May	.	.	114,5	-1,0	1,0	99,8	-0,7	-0,1	-0,6	-2,0	-1,6	-4,7	771	
Jun	.	.	113,5	-0,4	0,9	100,0	-0,8	-1,2	-0,7	-3,0	-1,8	-2,8	776	
Jul	.	.	114,5	-1,8	0,0	99,9	-1,5	-1,5	-1,0	-3,2	-2,2	-2,8	697	
Ago	.	.	117,1	-0,6	1,1	100,1	-0,9	-0,8	-0,9	-1,5	-2,4	-4,6	738	
Sep	.	.	.	.	2,6	99,9	-0,8	-0,8	0,0	.	-5,5	727	-12,0
	tasa de variación intermensual (d.)													
2012 May	-	-	-	0,3	0,9	-	1,0	0,6	1,2	6,0	-0,3	1,4	-	0,8
Jun	-	-	-	-0,9	0,2	-	0,1	0,0	-0,4	0,5	2,0	-	0,7	
Jul	-	-	-	0,9	0,0	-	-0,1	-0,3	0,4	0,4	-0,6	-	-10,2	
Ago	-	-	-	2,3	0,4	-	0,2	0,1	-0,1	-0,4	0,4	-1,4	-	5,8
Sep	-	-	-	.	0,2	-	-0,2	0,8	-0,6	.	-2,0	-	-1,4	

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

(saldo neto¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera						Indicador de confianza de los consumidores				
	Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) ³⁾	Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses	
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2008	93,5	-8,4	-13,4	10,8	-1,0	82,0	-18,4	-10,1	-25,4	23,9	-14,1
2009	80,2	-28,7	-56,7	14,8	-14,7	70,8	-24,8	-7,0	-26,1	55,3	-10,7
2010	100,5	-4,7	-24,6	0,8	11,1	76,8	-14,2	-5,3	-12,3	31,2	-8,1
2011	101,0	0,1	-6,9	2,3	9,3	80,4	-14,5	-7,5	-18,2	23,3	-9,2
2011 III	98,4	-2,8	-9,0	4,5	5,2	80,1	-15,9	-7,4	-21,8	24,1	-10,1
IV	93,6	-7,0	-14,6	7,0	0,6	79,8	-20,6	-9,7	-28,4	33,8	-10,8
2012 I	94,1	-6,6	-15,8	6,2	2,1	79,8	-20,0	-10,1	-24,2	34,7	-11,2
II	91,1	-11,1	-22,9	6,8	-3,5	78,8	-19,7	-10,4	-24,4	32,6	-11,2
III	86,4	-15,5	-29,4	8,2	-8,8	77,4	-24,0	-11,9	-30,5	40,9	-12,7
2012 May	90,5	-11,4	-23,7	7,2	-3,5	-	-19,3	-10,8	-23,7	30,8	-11,8
Jun	89,9	-12,8	-25,8	7,1	-5,5	-	-19,8	-10,0	-25,6	33,4	-10,2
Jul	87,9	-15,1	-28,3	9,2	-7,6	77,9	-21,5	-10,3	-27,9	36,5	-11,2
Ago	86,1	-15,4	-29,4	8,3	-8,6	-	-24,6	-11,8	-31,0	43,0	-12,7
Sep	85,2	-15,9	-30,5	7,0	-10,2	-	-25,9	-13,6	-32,7	43,1	-14,3
Oct	84,5	-18,0	-34,9	8,3	-11,0	76,8	-25,7	-12,9	-31,9	44,4	-13,5

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Indicador de confianza de la construcción		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
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	12	13	14	15	16	17	18	19
2008	-14,2	-20,7	-7,7	-10,0	-11,0	15,8	-3,3	0,4	-3,8	0,5	4,7
2009	-33,1	-42,1	-24,1	-15,5	-21,4	9,8	-15,4	-15,8	-20,8	-18,2	-8,5
2010	-28,8	-39,3	-18,4	-4,1	-6,6	7,2	1,6	4,5	1,9	3,5	8,0
2011	-27,4	-34,9	-20,0	-5,5	-5,8	11,1	0,5	5,4	2,2	5,4	8,6
2011 III	-27,7	-35,0	-20,4	-7,5	-7,3	12,8	-2,3	3,5	0,3	3,7	6,5
IV	-27,4	-32,5	-22,3	-11,1	-13,6	14,0	-5,7	-1,6	-6,4	-1,7	3,3
2012 I	-26,5	-31,7	-21,2	-13,8	-14,7	16,2	-10,6	-0,6	-6,6	-0,4	5,1
II	-28,6	-33,4	-23,7	-14,5	-18,5	14,7	-10,5	-5,0	-11,0	-4,8	0,9
III	-31,1	-38,3	-23,9	-16,9	-22,1	14,5	-14,2	-10,4	-15,8	-11,5	-4,0
2012 May	-30,2	-35,0	-25,4	-18,1	-24,4	16,9	-13,1	-5,2	-11,1	-4,5	0,2
Jun	-28,1	-34,3	-21,8	-14,4	-19,2	14,2	-9,8	-7,4	-13,9	-7,6	-0,7
Jul	-28,5	-35,1	-21,8	-15,0	-18,9	14,2	-11,9	-8,5	-13,7	-9,1	-2,8
Ago	-33,1	-38,7	-27,5	-17,2	-22,8	14,2	-14,7	-10,8	-16,6	-11,5	-4,4
Sep	-31,7	-41,0	-22,5	-18,5	-24,6	15,0	-15,9	-11,9	-17,0	-13,9	-4,8
Oct	-33,0	-41,2	-24,7	-17,4	-21,3	12,4	-18,3	-12,1	-17,3	-15,4	-3,7

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período a partir de 1990.
- Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

1. Empleo

	Por situación profesional		Por rama de actividad										
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
nivel (miles)													
2011	147.051	126.003	21.048	5.060	23.221	9.947	36.099	4.039	4.093	1.313	18.092	34.407	10.779
porcentaje del total de personas ocupadas													
2011	100,0	85,7	14,3	3,4	15,8	6,8	24,5	2,7	2,8	0,9	12,3	23,4	7,3
tasas de variación interanual													
2009	-1,8	-1,8	-1,9	-2,2	-5,0	-6,4	-1,6	-0,7	0,4	-3,6	-2,6	1,2	1,1
2010	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-2,8	-3,9	-0,7	-1,3	-0,8	-0,4	1,7	1,0	0,9
2011	0,3	0,5	-0,9	-2,2	0,3	-3,9	0,6	1,8	-0,2	3,0	2,6	0,1	0,2
2011 III	0,3	0,6	-1,1	-1,9	0,7	-4,3	0,9	2,1	-0,2	1,4	2,0	0,1	0,4
IV	-0,1	0,1	-1,2	-2,4	0,2	-5,0	0,2	2,3	0,0	3,8	1,9	-0,1	-0,1
2012 I	-0,5	-0,3	-1,1	-1,2	-0,5	-5,1	-0,2	1,7	-0,5	0,8	0,3	-0,1	0,4
II	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	-1,0	-5,3	-0,6	1,8	-1,0	1,4	0,2	-0,2	0,6
tasas de variación intertrimestral													
2011 III	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	0,1	-1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,2
IV	-0,3	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-1,8	-0,4	0,6	0,0	2,4	0,3	-0,2	0,2
2012 I	-0,3	-0,4	0,4	0,0	-0,4	-1,5	-0,3	0,7	0,0	-1,2	-0,6	-0,1	0,6
II	0,0	0,1	-0,5	0,5	-0,5	-0,6	0,2	0,6	-0,9	0,7	0,7	0,1	-0,4
Horas trabajadas													
nivel (millones)													
2011	232.845	187.593	45.252	10.502	36.933	17.639	60.710	6.504	6.480	2.042	27.742	49.096	15.198
porcentaje del total de horas trabajadas													
2011	100,0	80,6	19,4	4,5	15,9	7,6	26,1	2,8	2,8	0,9	11,9	21,1	6,5
tasas de variación interanual													
2009	-3,2	-3,6	-1,7	-2,0	-9,0	-7,3	-2,5	-1,1	-1,0	-3,8	-3,7	0,9	-0,3
2010	0,0	0,1	-0,4	-0,5	-0,3	-3,9	-0,3	-0,7	-0,3	0,6	2,4	1,1	0,6
2011	0,2	0,5	-1,1	-2,1	0,9	-4,1	0,3	1,8	-0,1	3,5	2,7	0,1	-0,1
2011 III	0,2	0,5	-1,1	-2,7	0,8	-4,5	0,9	2,3	0,0	2,6	2,1	-0,1	0,1
IV	-0,1	0,2	-1,3	-2,2	0,0	-5,5	0,1	2,4	0,2	3,3	2,2	0,1	0,0
2012 I	-0,7	-0,6	-1,4	-2,4	-0,2	-6,0	-0,7	1,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,2	0,1
II	-0,8	-0,8	-0,9	-1,2	-0,5	-6,7	-0,8	1,9	-1,7	0,9	-0,1	0,3	0,3
tasas de variación intertrimestral													
2011 III	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,3	-1,5	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,7
IV	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-2,7	-0,7	0,6	-0,2	1,0	0,4	0,1	0,0
2012 I	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	0,8	-0,2	-1,4	-0,6	0,3	0,7
II	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,6	-2,2	0,1	0,3	-1,5	1,1	0,2	-0,2	-1,1
Horas trabajadas por persona ocupada													
nivel (miles)													
2011	1.583	1.489	2.150	2.075	1.591	1.773	1.682	1.610	1.583	1.555	1.533	1.427	1.410
tasas de variación interanual													
2009	-1,4	-1,8	0,2	0,1	-4,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,4	-0,1	-1,1	-0,3	-1,3
2010	0,6	0,6	0,3	0,5	2,6	0,0	0,4	0,6	0,5	1,0	0,7	0,1	-0,3
2011	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,6	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,5	0,1	0,0	-0,4
2011 III	-0,1	-0,1	0,0	-0,8	0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,2	1,2	0,1	-0,2	-0,2
IV	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,1
2012 I	-0,3	-0,2	-0,3	-1,3	0,3	-1,0	-0,4	-0,3	-0,4	-1,5	-0,4	0,4	-0,3
II	-0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,5	-1,4	-0,2	0,2	-0,8	-0,5	-0,3	0,4	-0,3
tasas de variación intertrimestral													
2011 III	-1,2	-0,9	-1,7	-0,2	-1,6	-1,1	-1,5	0,2	-0,7	1,1	-1,9	-0,9	-0,4
IV	2,8	3,1	1,3	-2,1	3,8	0,1	2,6	3,0	3,5	0,2	5,6	3,2	1,8
2012 I	1,0	1,2	-1,0	-2,2	1,3	0,2	0,6	1,8	2,3	1,1	-0,1	2,6	0,7
II	-2,8	-3,6	1,1	4,4	-3,2	-0,9	-2,1	-4,9	-5,4	-2,3	-4,0	-4,6	-1,9

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)

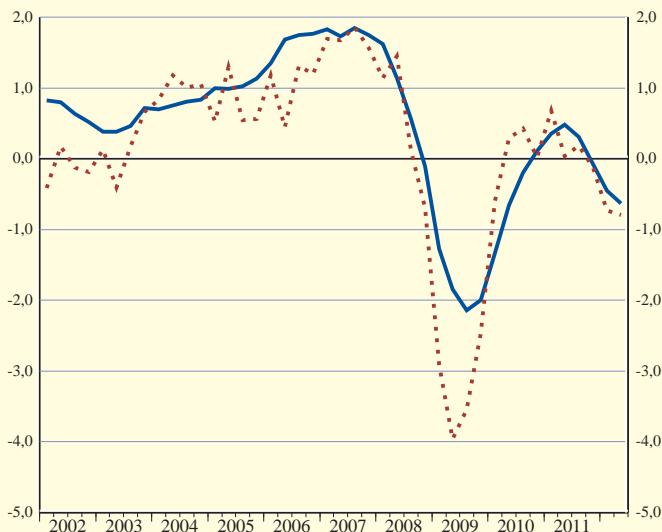
2. Desempleo y vacantes ¹⁾

	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	11,969	7,6	9,294	6,6	2,675	16,0	6,044	7,0	5,925	8,5	1,9	
2009	15,047	9,6	11,764	8,4	3,283	20,3	8,142	9,4	6,906	9,8	1,4	
2010	15,920	10,1	12,651	8,9	3,269	20,9	8,593	10,0	7,328	10,3	1,5	
2011	16,033	10,2	12,834	9,0	3,199	20,8	8,547	9,9	7,487	10,5	1,7	
2011 III	16,099	10,2	12,907	9,1	3,193	20,8	8,564	9,9	7,536	10,5	1,6	
IV	16,740	10,6	13,447	9,4	3,293	21,5	8,953	10,4	7,787	10,8	1,7	
2012 I	17,260	10,9	13,891	9,7	3,370	22,2	9,226	10,7	8,034	11,2	1,7	
II	17,921	11,3	14,494	10,1	3,427	22,7	9,635	11,1	8,287	11,5	1,6	
III	18,370	11,5	14,909	10,3	3,461	23,1	9,852	11,4	8,518	11,7	.	
2012 Abr	17,719	11,2	14,301	10,0	3,418	22,6	9,523	11,0	8,196	11,3	-	
May	17,911	11,3	14,476	10,1	3,435	22,7	9,635	11,1	8,276	11,4	-	
Jun	18,133	11,4	14,705	10,2	3,428	22,8	9,746	11,2	8,388	11,6	-	
Jul	18,275	11,5	14,830	10,3	3,445	23,0	9,786	11,3	8,488	11,7	-	
Ago	18,344	11,5	14,900	10,3	3,444	23,0	9,831	11,3	8,513	11,7	-	
Sep	18,490	11,6	14,997	10,4	3,493	23,3	9,938	11,5	8,552	11,8	-	

G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

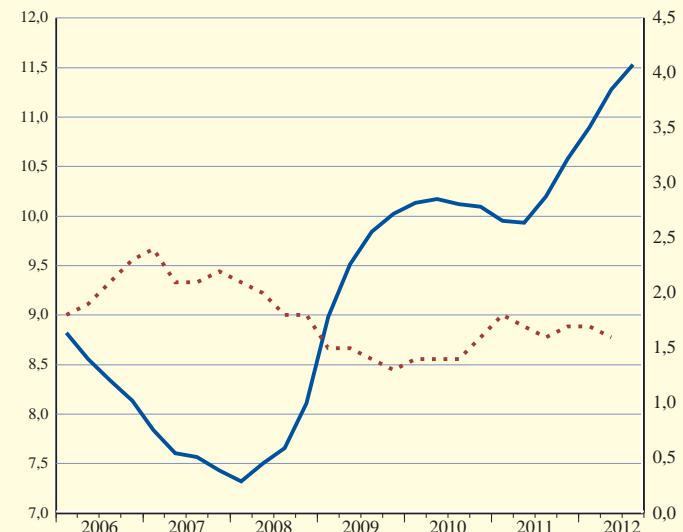
(tasas de variación interanual)

— Empleo en términos de personas ocupadas
- - - Empleo en términos de horas trabajadas



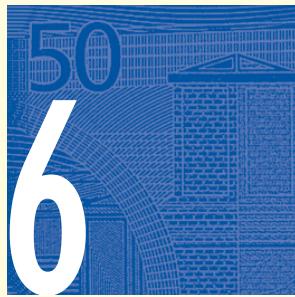
G29 Desempleo y tasas de vacantes ²⁾

— Tasa de desempleo (escala izquierda)
- - - Tasa de vacantes (escala derecha)



Fuente: Eurostat.

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



FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

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

2. Zona del euro – Empleos

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

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾								Consumo colectivo	Consumo individual
	Total	Admones Centrales	Admones Regionales	Admones Locales	Admones Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	11	12	13	14
	1	2	3	4	5		7	8	9	10	11	12	13	14		
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	12,4		
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3		
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	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	-6,3	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,3	11,1	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,7		
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,9	5,7	5,8	2,1	2,6	8,4	13,5		
2011	-4,1	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	21,6	10,6	5,5	5,8	2,1	2,6	8,2	13,3		

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

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2008	-1,0	-0,1	-2,9	-7,4	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,2	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,4
2009	-5,5	-3,1	-2,0	-13,9	-15,6	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,8	-3,9	-5,6	-4,1	-10,2	-6,0	-8,0	-2,5
2010	-3,8	-4,1	0,2	-30,9	-10,7	-9,7	-7,1	-4,5	-5,3	-0,8	-3,6	-5,1	-4,5	-9,8	-5,7	-7,7	-2,5
2011	-3,7	-0,8	1,1	-13,4	-9,4	-9,4	-5,2	-3,9	-6,3	-0,3	-2,7	-4,5	-2,5	-4,4	-6,4	-4,9	-0,6

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

1) Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.

4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.

5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores					
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾				Otros acreedores ³⁾	
						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	48,9	40,8	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	12,3	4,5	51,3	36,7	18,2	11,2	7,3	33,8	
2006	68,7	2,5	11,9	4,0	50,3	34,6	18,4	9,2	7,0	34,1	
2007	66,4	2,2	11,3	3,9	48,9	32,6	17,0	8,5	7,1	33,8	
2008	70,2	2,3	11,6	6,5	49,8	33,3	17,8	7,9	7,6	36,9	
2009	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	37,3	20,6	9,2	7,4	42,7	
2010	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	40,4	22,7	10,5	7,2	45,0	
2011	87,3	2,4	15,5	7,4	62,1	42,7	23,9	10,9	7,8	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	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	57,2	6,7	5,2	1,4	7,8	62,8	4,6	14,8	25,8	29,9	69,4	1,1	
2006	68,7	55,4	6,5	5,3	1,4	7,3	61,4	4,4	14,3	24,2	30,1	67,9	0,7	
2007	66,4	53,5	6,3	5,3	1,4	7,1	59,2	4,3	14,5	23,6	28,2	65,8	0,5	
2008	70,2	56,9	6,7	5,3	1,3	10,0	60,2	5,0	17,7	23,5	29,1	69,3	0,9	
2009	80,0	64,8	7,7	5,8	1,7	12,1	67,9	5,0	19,5	27,3	33,2	78,9	1,1	
2010	85,4	69,2	8,3	5,9	1,9	13,0	72,4	5,2	21,2	29,3	34,9	84,2	1,1	
2011	87,3	70,7	8,5	5,9	2,2	12,6	74,7	6,2	20,9	30,4	36,1	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	89,2	66,8	4,5	44,5	112,9	40,2	68,2	106,1	48,9	14,4	62,0	58,5	63,8	71,7	22,0	27,9	33,9
2009	95,7	74,5	7,2	64,9	129,7	53,9	79,2	116,4	58,5	15,3	67,6	60,8	69,2	83,2	35,0	35,6	43,5
2010	95,5	82,5	6,7	92,2	148,3	61,5	82,3	119,2	61,3	19,2	68,3	63,1	72,0	93,5	38,6	41,0	48,6
2011	97,8	80,5	6,1	106,4	170,6	69,3	86,0	120,7	71,1	18,3	70,9	65,5	72,4	108,1	46,9	43,3	49,0

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. El préstamo inter-gubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado. Los datos son estimaciones parciales.

2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.

3) Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.

4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

6.3 Variaciones de la deuda ¹⁾

(porcentaje del PIB)

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

Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
	Necesidad de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	1,0	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	2,9	0,2	-0,1	0,3
2005	3,3	3,1	0,3	0,0	0,3	0,6	-0,1	2,6	-0,6	0,0	0,5
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,3	1,5	-0,3	1,1	4,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,2	-0,3	-0,4	1,5
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,7	2,0	1,5	1,1	-0,4
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,9	2,8	2,2	3,9
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,1	-0,7	5,2	4,2	2,7	1,0
2011	4,2	4,0	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	3,5	3,3	1,8	0,9

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											
		Total	Operaciones con los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP								Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital	11	12	13	14
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	0,1
2004	3,2	-2,9	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,1
2005	3,3	-2,5	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,3	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	-0,1
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	-0,1
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
2009	7,2	-6,3	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,4	1,8	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,3
2011	4,2	-4,1	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,1

Fuente: BCE.

- Los datos son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t). El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado.
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total	Recursos corrientes						Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
		Impuestos directos		Impuestos indirectos		Cotizaciones sociales		Ventas	Rentas de la propiedad	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006 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	42,2	41,8	10,4	12,8	14,8	2,1	0,9	0,4	0,3	38,3
II	45,8	45,4	13,1	13,0	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	48,8	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	43,1	12,2	12,0	15,0	2,3	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	49,0	48,4	13,9	13,4	16,4	2,7	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 I	42,4	42,3	10,4	12,0	15,6	2,3	1,1	0,1	0,2	38,3
II	45,3	44,7	11,8	12,5	15,7	2,4	1,4	0,6	0,5	40,5
III	42,9	42,6	11,0	12,0	15,5	2,5	0,7	0,3	0,3	38,8
IV	48,8	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	12,1	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,0
II	45,0	44,5	11,8	12,6	15,4	2,5	1,3	0,4	0,3	40,2
III	43,1	42,7	10,9	12,5	15,2	2,5	0,7	0,3	0,3	38,9
IV	48,7	47,9	13,2	13,5	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	38,6
II	45,2	44,8	12,0	12,6	15,4	2,5	1,5	0,3	0,3	40,3
III	43,8	43,5	11,4	12,5	15,3	2,6	0,8	0,3	0,3	39,6
IV	49,4	48,4	13,3	13,4	16,7	2,9	1,0	1,0	0,4	43,9
2012 I	43,1	42,9	10,9	12,5	15,3	2,4	1,0	0,1	0,2	38,9
II	46,1	45,7	12,5	12,8	15,6	2,5	1,3	0,4	0,4	41,3

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total	Empleos corrientes							Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+) primario	
		Remuneración de asalariados		Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subven- ciones	Inversión	Transf. de capital			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006 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	24,3	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	-2,6	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	2,9
2008 I	45,3	41,8	9,9	4,4	3,1	24,4	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	42,2	9,8	5,0	3,0	24,3	21,2	1,1	3,7	2,7	1,0	-2,4	0,6
IV	51,4	46,8	11,2	6,5	2,8	26,2	22,2	1,4	4,6	2,9	1,7	-2,4	0,4
2009 I	49,3	45,5	10,7	4,9	2,9	27,0	22,9	1,3	3,8	2,6	1,2	-7,0	-4,0
II	50,6	46,4	11,1	5,4	3,0	26,9	23,3	1,3	4,2	2,8	1,3	-5,3	-2,3
III	50,2	46,1	10,5	5,6	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	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	50,3	46,4	10,8	4,9	2,8	27,9	23,6	1,4	3,9	2,3	1,5	-8,2	-5,4
II	49,4	45,9	11,0	5,3	3,0	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,1	-4,5	-1,5
III	50,5	45,3	10,2	5,5	2,8	26,8	23,1	1,3	5,2	2,6	2,6	-7,5	-4,7
IV	53,5	48,7	11,4	6,8	2,8	27,7	23,6	1,5	4,7	2,7	2,0	-4,8	-2,0
2011 I	48,5	45,4	10,5	4,8	3,0	27,2	23,1	1,3	3,1	2,1	0,9	-5,7	-2,7
II	48,4	45,2	10,6	5,1	3,2	26,2	22,9	1,2	3,2	2,3	0,9	-3,3	-0,1
III	48,3	44,9	10,1	5,4	3,0	26,4	23,0	1,2	3,5	2,3	1,1	-4,5	-1,5
IV	52,6	48,7	11,3	6,7	3,0	27,7	23,6	1,5	3,9	2,5	1,7	-3,2	-0,2
2012 I	48,3	45,7	10,3	4,7	3,2	27,4	23,3	1,2	2,6	1,9	0,7	-5,2	-2,0
II	48,9	45,7	10,6	5,2	3,2	26,7	23,3	1,2	3,3	2,1	1,1	-2,9	0,3

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda ¹⁾ (porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero

	Total	Instrumentos financieros				Valores a largo plazo
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	
	1	2	3	4	5	
2009 III	79,1	2,4	12,5	9,0	55,3	
IV	80,0	2,5	12,7	8,3	56,5	
2010 I	81,6	2,4	12,9	8,2	58,2	
II	82,9	2,4	13,5	7,8	59,2	
III	82,9	2,4	13,4	7,9	59,2	
IV	85,4	2,4	15,4	7,3	60,2	
2011 I	86,2	2,4	15,2	7,4	61,2	
II	87,1	2,4	15,0	7,5	62,2	
III	86,8	2,4	15,2	7,8	61,4	
IV	87,3	2,4	15,5	7,4	62,1	
2012 I	89,4	2,5	17,0	7,6	62,3	
II	91,6	2,5	18,4	7,3	63,4	

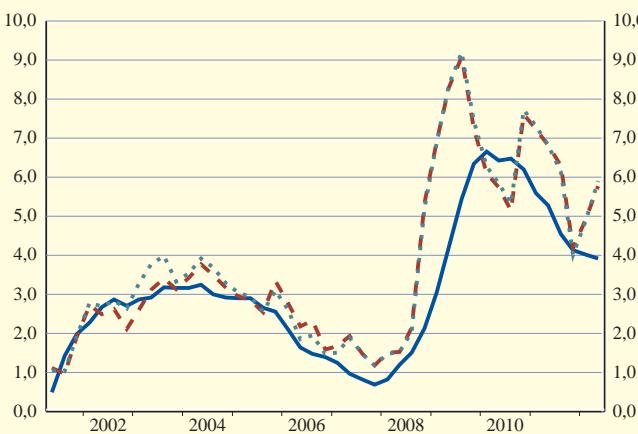
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda								Pro memoria: Necesidad de financiación	
		Total	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros					Efectos de valoración y otros cambios en el volumen	Otros		
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores	Acciones y otras participaciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2009 III	5,0	-7,3	-2,2	-2,8	-3,1	0,6	-0,1	-0,2	0,2	0,4	4,8
IV	2,2	-5,9	-3,7	-2,7	-2,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,8	2,4
2010 I	8,1	-8,2	-0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,3	0,3	-0,4	-0,5	8,5
II	7,7	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,8
III	2,8	-7,5	-4,7	-2,9	-2,3	-0,6	0,0	0,0	0,0	-1,8	2,8
IV	11,7	-4,8	6,9	5,7	-0,3	1,6	4,7	-0,3	0,0	1,2	11,7
2011 I	6,6	-5,7	1,0	0,8	2,0	-0,7	-0,3	-0,1	-0,2	0,4	6,8
II	6,0	-3,3	2,8	2,6	2,8	0,6	-0,4	-0,5	0,2	0,0	5,8
III	0,7	-4,5	-3,7	-3,7	-3,7	-0,4	0,1	0,3	0,6	-0,7	0,1
IV	3,4	-3,2	0,2	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,7	3,3
2012 I	9,7	-5,2	4,5	5,2	4,0	1,5	-0,3	0,1	-0,8	0,0	10,4
II	9,3	-2,9	6,4	5,3	1,5	2,4	0,3	1,1	-0,5	1,7	9,8

G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

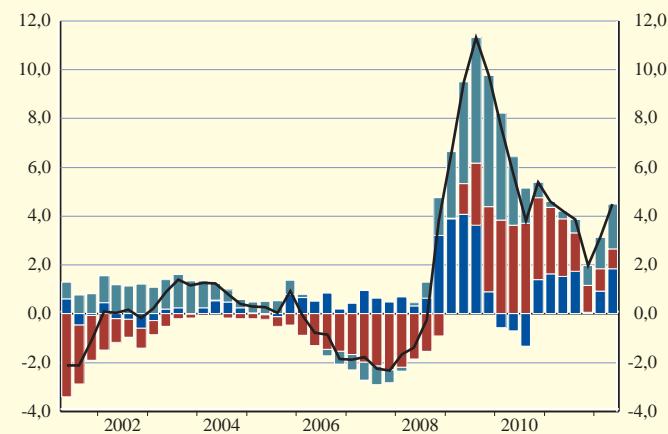
— Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- - - - Necesidad de financiación



G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) El préstamo intergubernamental en el contexto de la crisis financiera se ha consolidado.



TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

7.1 Resumen de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/ necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			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	-13,3	30,7	44,9	9,0	-97,8	8,3	-5,0	15,1	-67,0	247,3	19,0	-188,7	4,6	-10,1
2010	3,1	18,2	54,3	40,4	-109,8	7,8	10,9	5,5	-95,0	124,1	17,8	-30,8	-10,5	-16,4
2011	12,5	9,2	67,2	43,0	-106,9	11,5	23,9	-45,3	-154,8	274,0	-4,9	-149,5	-10,2	21,4
2011 II	-12,9	-0,8	18,3	-8,7	-21,6	0,8	-12,2	14,8	-46,4	131,1	14,9	-89,3	4,5	-2,6
III	6,5	3,6	21,0	12,4	-30,4	2,0	8,5	-11,1	-38,9	39,6	-10,7	-4,8	3,7	2,6
IV	36,6	15,8	18,7	22,2	-20,0	6,1	42,7	-42,2	-35,7	-34,0	-10,9	45,1	-6,7	-0,5
2012 I	-4,6	6,3	15,3	13,0	-39,2	2,0	-2,6	3,6	-3,5	-71,0	-6,7	86,9	-2,1	-1,0
II	16,5	25,7	24,7	-8,8	-25,1	0,8	17,3	-24,3	-9,7	85,7	-9,6	-81,7	-9,0	7,0
2011 Ago	-0,2	-4,1	5,7	6,7	-8,5	2,1	1,9	-9,6	-10,9	30,0	-4,1	-28,0	3,4	7,8
Sep	2,3	3,3	7,6	2,0	-10,6	-0,1	2,3	2,4	-9,5	24,8	-5,9	-8,5	1,6	-4,7
Oct	4,0	0,9	5,8	7,1	-9,9	1,8	5,8	1,2	3,9	-15,2	-2,0	15,6	-1,1	-7,0
Nov	9,3	5,9	5,0	5,9	-7,5	2,6	11,9	-21,8	-50,5	33,0	-3,8	-0,3	-0,2	10,0
Dic	23,4	9,0	7,9	9,1	-2,6	1,7	25,1	-21,6	10,9	-51,8	-5,1	29,7	-5,4	-3,4
2012 Ene	-11,7	-7,6	3,2	2,4	-9,7	0,3	-11,3	19,2	0,3	-39,4	-6,2	65,6	-1,1	-7,9
Feb	-3,5	3,2	5,0	5,7	-17,4	1,8	-1,8	6,5	5,7	12,1	4,4	-14,1	-1,6	-4,7
Mar	10,6	10,7	7,1	4,9	-12,1	-0,1	10,5	-22,1	-9,4	-43,7	-4,9	35,4	0,7	11,6
Apr	2,9	5,3	6,6	0,0	-9,1	0,1	2,9	-4,1	-0,8	0,1	0,4	-1,0	-3,0	1,2
May	-4,6	6,1	8,3	-10,7	-8,3	1,3	-3,4	1,2	10,1	23,9	-7,2	-24,2	-1,5	2,2
Jun	18,2	14,3	9,8	1,9	-7,7	-0,5	17,7	-21,3	-19,1	61,6	-2,9	-56,5	-4,5	3,6
Jul	14,3	11,1	8,1	2,4	-7,4	0,2	14,5	-7,3	-7,2	25,4	-2,3	-23,7	0,5	-7,2
Ago	7,2	4,4	7,4	5,9	-10,7	1,3	8,5	-12,1	-11,2	7,8	-0,3	-6,8	-1,6	3,6
transacciones acumuladas de 12														
2012 Ago	72,2	66,6	81,8	36,8	-113,0	10,4	82,6	-79,9	-76,8	38,7	-35,8	11,2	-17,3	-2,7
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2012 Ago	0,8	0,7	0,9	0,4	-1,2	0,1	0,9	-0,8	-0,8	0,4	-0,4	0,1	-0,2	0,0

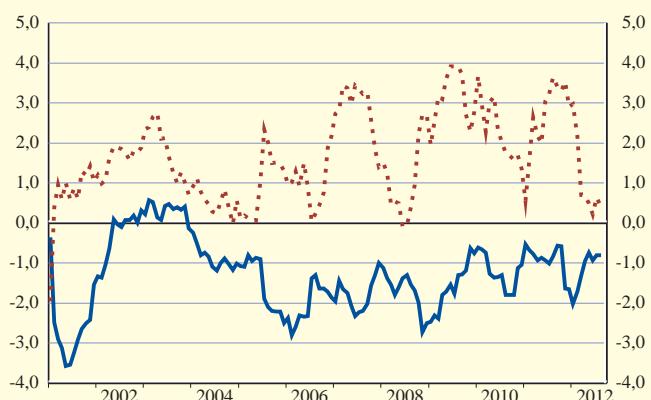
G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente
(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Balanza por cuenta corriente



G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera
(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Inversiones directas netas
- - - Inversiones de cartera netas



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; transacciones)

1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes		Ingresos	Pagos		
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	2.330,1	2.343,4	-13,3	1.302,6	1.272,0	499,9	455,0	434,3	425,3	93,3	6,4	191,1	27,2	19,5	11,2
2010	2.693,5	2.690,4	3,1	1.566,8	1.548,6	541,7	487,4	498,0	457,6	87,0	6,3	196,8	27,1	20,3	12,5
2011	2.975,0	2.962,5	12,5	1.775,5	1.766,2	576,6	509,4	528,4	485,4	94,5	6,6	201,4	27,8	25,0	13,5
2011 II	737,4	750,3	-12,9	439,1	440,0	140,8	122,5	137,5	146,2	19,9	1,6	41,6	7,0	3,8	3,0
III	744,5	738,0	6,5	445,1	441,5	154,1	133,1	128,4	116,0	17,0	1,8	47,4	7,0	5,0	3,0
IV	785,2	748,6	36,6	463,6	447,8	151,6	133,0	137,6	115,5	32,4	1,6	52,4	7,0	11,3	5,2
2012 I	751,3	755,9	-4,6	464,0	457,7	137,1	121,9	124,3	111,3	25,8	1,5	65,0	6,3	4,8	2,8
II	789,5	773,1	16,5	478,5	452,9	154,8	130,1	135,1	143,8	21,1	1,6	46,3	6,6	5,0	4,2
2012 Jun	276,3	258,0	18,2	165,5	151,2	55,7	45,9	48,6	46,7	6,5	.	14,2	.	1,4	1,9
Jul	265,8	251,5	14,3	163,5	152,4	55,1	47,0	41,1	38,7	6,0	.	13,4	.	1,0	0,8
Ago	255,5	248,3	7,2	154,9	150,5	54,5	47,1	40,7	34,7	5,4	.	16,1	.	2,8	1,5
Datos desestacionalizados															
2011 IV	759,7	752,1	7,6	453,3	449,5	147,6	129,1	135,3	123,1	23,6	.	50,4	.	.	.
2012 I	771,3	752,8	18,5	470,0	452,3	149,3	127,0	127,7	121,0	24,4	.	52,4	.	.	.
II	791,5	760,2	31,3	481,6	453,2	155,8	133,5	128,4	120,1	25,7	.	53,4	.	.	.
2012 Jun	265,7	250,5	15,2	160,5	147,7	53,0	45,1	43,9	40,7	8,3	.	17,0	.	.	.
Jul	255,7	247,6	8,1	154,9	148,7	50,0	44,0	42,3	40,6	8,5	.	14,3	.	.	.
Ago	266,7	257,9	8,8	163,7	153,5	51,8	44,8	43,6	40,4	7,5	.	19,1	.	.	.
transacciones acumuladas de 12 meses															
2012 Ago	3.095,3	3.019,6	75,7	1.872,1	1.805,4	603,6	521,6	521,9	485,9	97,6	.	206,8	.	.	.
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB															
2012 Ago	32,7	31,9	0,8	19,8	19,1	6,4	5,5	5,5	5,1	1,0	.	2,2	.	.	.

G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Exportaciones (ingresos)
- - - Importaciones (pagos)



G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)

— Exportaciones (ingresos)
- - - Importaciones (pagos)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión															
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos		
					Ingresos	Beneficios reinvertidos		Pagos	Beneficios reinvertidos		Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2009	22,5	12,0	411,8	413,3	163,6	25,9	100,4	12,4	23,7	24,8	24,5	77,2	100,9	121,5	99,1	89,4		
2010	25,1	11,9	472,9	445,7	242,0	51,4	150,2	41,5	22,2	22,6	28,6	83,9	102,2	124,6	77,8	64,3		
2011	26,7	12,4	501,7	473,0	252,7	42,0	154,2	56,8	24,7	22,6	35,1	95,6	102,6	133,3	86,7	67,4		
2011 II	6,6	3,3	130,9	142,9	67,2	12,7	41,7	11,5	5,3	5,3	12,0	46,5	25,7	32,6	20,7	16,8		
III	6,6	3,7	121,8	112,3	58,5	1,5	38,1	19,8	6,5	5,4	8,8	18,5	25,9	33,5	22,1	16,8		
IV	6,9	3,2	130,7	112,3	68,0	13,9	37,4	1,9	7,2	7,1	7,0	16,4	25,4	34,3	23,1	17,2		
2012 I	6,8	2,3	117,5	109,0	56,6	25,0	36,4	18,4	5,9	5,4	8,8	16,9	24,3	33,6	21,9	16,7		
II	6,9	3,4	128,2	140,4	60,1	1,9	44,1	8,5	6,4	5,9	15,5	45,1	24,6	30,1	21,5	15,3		

3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

III 2011 a II 2012	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros	
		Total	Dina- marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Insti- tuciones de la UE										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Ingresos																	
Cuenta corriente	3.070,6	985,4	53,8	92,2	468,0	308,8	62,5	61,9	48,9	157,1	40,5	69,0	114,5	242,6	407,0	943,7	
Bienes	1.851,2	577,9	34,5	58,4	240,9	243,9	0,2	32,2	21,9	120,9	30,2	42,6	86,0	131,5	216,4	591,6	
Servicios	597,6	182,4	11,9	16,6	114,0	33,3	6,6	9,8	10,2	20,6	7,1	14,5	19,1	60,6	91,3	181,9	
Rentas	525,4	161,7	6,5	15,2	101,9	28,7	9,4	19,4	16,1	14,9	2,9	10,9	8,9	41,6	92,3	156,8	
Rentas de la inversión	498,2	154,5	5,8	15,0	100,4	28,2	5,1	19,4	15,9	14,8	2,9	10,9	8,9	27,4	90,5	153,1	
Tranferencias corrientes	96,3	63,4	0,9	2,0	11,2	3,0	46,4	0,4	0,7	0,7	0,3	0,9	0,5	8,9	7,0	13,5	
Cuenta de capital	26,1	21,5	0,0	0,0	0,8	0,3	20,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,7	0,3	3,4	
Pagos																	
Cuenta corriente	3.015,5	956,4	50,0	91,8	423,3	279,0	112,2	40,7	31,7	-	35,9	105,8	151,1	206,9	397,2	-	
Bienes	1.799,9	500,5	30,6	51,0	193,4	225,5	0,0	31,1	15,0	208,1	26,7	50,9	135,9	104,4	148,1	579,2	
Servicios	518,0	151,2	9,0	13,8	89,2	38,8	0,3	6,1	7,2	14,9	7,1	10,1	10,3	45,2	108,1	158,0	
Rentas	486,6	177,3	9,4	25,2	128,2	9,6	4,9	2,1	7,5	-	1,2	44,2	4,2	48,1	134,7	-	
Rentas de la inversión	474,0	170,9	9,3	25,1	126,6	5,1	4,9	2,0	7,3	-	0,9	44,0	4,1	47,5	133,6	-	
Tranferencias corrientes	211,0	127,4	1,1	1,8	12,5	5,1	107,0	1,4	1,9	4,3	0,9	0,7	0,7	9,2	6,3	58,2	
Cuenta de capital	15,3	2,0	0,3	0,1	1,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,4	4,1	7,9	
Neto																	
Cuenta corriente	55,0	29,0	3,7	0,4	44,7	29,8	-49,6	21,2	17,2	-	4,6	-36,8	-36,6	35,7	9,8	-	
Bienes	51,4	77,4	3,9	7,4	47,5	18,4	0,2	1,2	6,8	-87,2	3,5	-8,3	-49,8	27,1	68,4	12,4	
Servicios	79,6	31,3	2,9	2,8	24,8	-5,5	6,3	3,8	3,0	5,7	0,0	4,5	8,8	15,4	16,8	23,9	
Rentas	38,8	-15,7	-2,8	-10,0	-26,4	19,0	4,5	17,3	8,6	-	1,7	-33,3	4,7	-6,5	-42,5	-	
Rentas de la inversión	24,2	-16,5	-3,5	-10,1	-26,2	23,1	0,2	17,4	8,6	-	2,0	-33,1	4,8	-20,1	-43,1	-	
Tranferencias corrientes	-114,7	-63,9	-0,2	0,3	-1,3	-2,1	-60,6	-1,1	-1,2	-3,6	-0,7	0,2	-0,2	-0,3	0,7	-44,7	
Cuenta de capital	10,9	19,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	20,1	-0,2	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,4	-3,8	-4,6	

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

1. Resumen de la cuenta financiera

	Total ¹⁾			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2008	13.235,0	14.838,0	-1.603,0	143,2	160,6	-17,3	3.915,8	3.260,1	3.827,2	5.966,9	-0,5	5.118,2	5.611,1	374,2
2009	13.739,1	15.225,6	-1.486,4	154,0	170,6	-16,7	4.412,8	3.532,5	4.340,9	6.863,8	-1,3	4.527,2	4.829,3	459,6
2010	15.216,8	16.479,1	-1.262,3	165,8	179,6	-13,8	4.946,7	3.908,6	4.907,3	7.470,9	-32,6	4.807,6	5.099,5	587,8
2011 IV	15.843,5	17.158,4	-1.314,9	168,2	182,1	-14,0	5.564,7	4.392,0	4.762,6	7.636,5	-24,3	4.877,2	5.129,9	663,4
2012 I	16.165,3	17.177,2	-1.012,0	170,9	181,6	-10,7	5.626,2	4.144,7	5.044,6	7.808,3	-24,1	4.847,3	5.224,3	671,2
II	16.483,4	17.319,4	-836,0	174,2	183,0	-8,8	5.723,5	4.224,5	5.044,6	7.818,0	-19,8	5.033,6	5.276,8	701,5
Variaciones de los saldos vivos														
2008	-757,8	-428,8	-329,0	-8,2	-4,6	-3,6	189,2	38,2	-803,9	-571,2	28,4	-198,5	104,2	27,0
2009	504,2	387,6	116,6	5,7	4,3	1,3	497,0	272,5	513,7	896,9	-0,9	-591,0	-781,8	85,4
2010	1.477,7	1.253,5	224,2	16,1	13,7	2,4	533,9	376,1	566,4	607,1	-31,2	280,4	270,2	128,2
2011	626,7	679,3	-52,6	6,7	7,2	-0,6	618,0	483,3	-144,7	165,6	8,3	69,6	30,4	75,6
2012 I	321,8	18,9	302,9	13,8	0,8	13,0	61,6	-247,3	282,0	171,8	0,2	-29,9	94,3	7,8
II	318,1	142,2	176,0	13,4	6,0	7,4	97,3	79,8	0,0	9,8	4,3	186,3	52,6	30,3
Transacciones														
2008	421,0	540,3	-119,3	4,6	5,8	-1,3	338,3	107,4	4,7	252,7	84,6	-10,0	180,1	3,4
2009	-89,7	-74,6	-15,1	-1,0	-0,8	-0,2	352,9	285,9	96,0	343,4	-19,0	-515,0	-703,8	-4,6
2010	652,9	658,4	-5,5	7,1	7,2	-0,1	356,7	261,7	135,9	260,1	-17,8	167,5	136,7	10,5
2011	535,3	490,0	45,3	5,7	5,2	0,5	408,0	253,1	-51,9	222,1	4,9	164,2	14,7	10,2
2011 IV	-74,1	-116,3	42,2	-3,1	-4,8	1,7	123,1	87,4	-45,7	-79,6	10,9	-169,1	-124,1	6,7
2012 I	300,6	304,2	-3,6	12,9	13,1	-0,2	75,6	72,1	125,6	54,6	6,7	90,6	177,5	2,1
II	73,4	49,1	24,3	3,1	2,1	1,0	62,1	52,4	-60,0	25,7	9,6	52,7	-29,0	9,0
2012 Abr	13,6	9,5	4,1	.	.	.	26,5	25,8	-18,9	-18,7	-0,4	3,5	2,5	3,0
May	110,1	111,3	-1,2	.	.	.	13,0	23,1	-2,5	21,3	7,2	91,0	66,8	1,5
Jun	-50,3	-71,7	21,3	.	.	.	22,6	3,5	-38,5	23,1	2,9	-41,8	-98,3	4,5
Jul	34,7	27,4	7,3	.	.	.	6,5	-0,6	-13,7	11,7	2,3	40,0	16,3	-0,5
Ago	-1,0	-13,1	12,1	.	.	.	24,2	13,0	19,2	27,0	0,3	-46,4	-53,2	1,6
Otros flujos														
2008	-1.172,8	-967,6	-205,2	-12,7	-10,5	-2,2	-149,2	-69,3	-808,6	-823,0	-56,2	-182,5	-75,2	23,7
2009	583,3	456,2	127,1	6,5	5,1	1,4	144,1	-13,4	417,6	547,6	18,2	-86,6	-78,1	90,0
2010	824,8	595,1	229,7	9,0	6,5	2,5	177,2	114,4	430,5	347,1	-13,4	112,9	133,6	117,7
2011	91,4	189,4	-97,9	1,0	2,0	-1,0	210,0	230,2	-92,8	-56,5	3,4	-94,6	15,7	65,4
Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio														
2008	-49,8	28,2	-77,9	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-33,8	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,2	-56,0	6,8	-0,6	-0,6	0,1	-5,3	5,6	-29,8	-34,4	.	-11,5	-27,2	-2,7
2010	535,4	323,1	212,3	5,8	3,5	2,3	166,0	59,5	180,0	103,1	.	176,3	160,6	13,0
2011	134,4	164,2	-29,8	1,4	1,7	-0,3	16,9	11,6	41,5	63,0	.	68,3	89,7	7,7
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2008	-1.002,7	-975,6	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	634,8	493,1	141,7	7,1	5,5	1,6	147,4	29,4	423,5	463,8	18,2	.	.	45,8
2010	327,4	156,5	170,9	3,6	1,7	1,9	52,6	2,4	186,1	154,1	-13,3	.	.	102,0
2011	84,1	-252,7	336,8	0,9	-2,7	3,6	-20,3	0,0	39,9	-252,7	3,7	.	.	60,7
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2008	-118,7	-26,2	-92,5	-1,3	-0,3	-1,0	36,7	27,3	-6,0	42,3	.	-141,8	-95,9	-7,7
2009	-2,3	19,1	-21,4	0,0	0,2	-0,2	2,0	-48,3	24,0	118,3	.	-75,1	-50,8	46,9
2010	-37,9	115,4	-153,3	-0,4	1,3	-1,7	-41,5	52,5	64,3	89,9	.	-63,5	-27,0	2,7
2011	-126,8	277,9	-404,7	-1,3	2,9	-4,3	213,4	218,6	-174,2	133,2	.	-162,9	-74,0	-3,0
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	3,5	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,0	.	-0,2	3,3	1,0
2009	-0,7	-0,5	-	.	.	.	8,9	8,8	2,4	5,6	.	-10,0	-12,5	-1,3
2010	4,6	4,2	-	.	.	.	7,8	7,2	3,0	3,7	.	3,7	2,8	2,0
2011 IV	3,6	3,0	-	.	.	.	8,3	6,7	-1,2	3,0	.	3,5	0,3	1,6
2012 I	3,7	3,2	-	.	.	.	6,8	5,6	1,0	1,6	.	3,5	4,0	-0,1
II	2,9	2,2	-	.	.	.	6,6	6,4	-1,1	-0,5	.	2,4	3,2	2,1

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)													
2010	4.946,7	3.825,3	275,3	3.550,0	1.121,4	17,0	1.104,4	3.908,6	2.940,6	90,4	2.850,3	968,0	14,7	953,2
2011	5.564,7	4.230,1	287,6	3.942,5	1.334,6	13,5	1.321,0	4.392,0	3.337,2	92,6	3.244,6	1.054,7	11,2	1.043,5
2012 I	5.626,2	4.297,5	283,5	4.014,0	1.328,8	13,7	1.315,0	4.144,7	3.376,5	92,2	3.284,3	768,2	9,9	758,3
II	5.723,5	4.363,8	286,2	4.077,6	1.359,8	13,2	1.346,6	4.224,5	3.435,5	95,4	3.340,0	789,1	10,2	778,9
	Transacciones													
2009	352,9	268,2	24,6	243,6	84,7	2,6	82,1	285,9	275,1	5,4	269,7	10,8	-0,6	11,4
2010	356,7	225,9	16,3	209,5	130,9	1,6	129,3	261,7	284,1	6,4	277,7	-22,4	-7,7	-14,7
2011	408,0	352,1	18,4	333,7	55,8	-3,5	59,3	253,1	283,3	3,2	280,1	-30,2	-0,9	-29,3
2011 IV	123,1	127,2	-1,7	128,9	-4,1	0,6	-4,7	87,4	83,1	0,9	82,2	4,3	0,4	3,8
2012 I	75,6	67,1	-2,4	69,5	8,4	1,0	7,4	72,1	63,9	2,0	61,8	8,2	-0,6	8,9
II	62,1	50,6	-2,4	53,0	11,5	-0,4	11,8	52,4	46,0	0,6	45,4	6,4	0,1	6,3
2012 Abr	26,5	11,4	-1,1	12,6	15,1	0,3	14,8	25,8	14,2	-0,1	14,2	11,6	0,5	11,1
May	13,0	13,6	-0,3	13,9	-0,6	-0,2	-0,4	23,1	23,0	0,3	22,7	0,2	0,1	0,0
Jun	22,6	25,6	-0,9	26,5	-3,0	-0,4	-2,6	3,5	8,8	0,4	8,5	-5,3	-0,5	-4,8
Jul	6,5	14,7	2,1	12,6	-8,2	-0,1	-8,1	-0,6	12,0	0,7	11,3	-12,6	0,9	-13,6
Ago	24,2	20,6	1,5	19,1	3,6	0,0	3,6	13,0	16,0	0,1	16,0	-3,0	0,2	-3,3
	Tasas de crecimiento													
2009	8,9	8,7	11,4	8,4	9,6	21,6	9,4	8,8	11,8	8,0	12,0	1,2	-2,9	1,3
2010	7,8	6,3	6,8	6,2	13,2	10,6	13,3	7,2	10,6	8,0	10,7	-2,4	-37,9	-1,6
2011 IV	8,3	9,3	6,8	9,5	5,0	-21,5	5,4	6,7	9,7	3,5	9,9	-3,9	-7,9	-3,8
2012 I	6,8	7,7	3,4	8,0	3,9	-15,5	4,2	5,6	8,1	6,1	8,2	-3,5	-17,0	-3,3
II	6,6	7,6	-1,0	8,3	3,2	-2,9	3,3	6,4	8,2	5,1	8,3	-0,3	-6,2	-0,3

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

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones											
						Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario									
		Total		IFM		No IFM		Total		IFM		No IFM		Total		IFM		No IFM	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																			
2010	4.907,3	1.907,7	81,2	3,6	1.826,5	47,6	2.579,3	807,6	15,6	1.771,7	74,5	420,3	316,3	41,7	104,0	0,2			
2011	4.762,6	1.703,4	62,5	3,1	1.640,8	39,6	2.592,9	725,7	16,0	1.867,2	94,2	466,3	300,6	57,5	165,7	0,5			
2012 I	5.044,6	1.844,0	68,6	3,3	1.775,4	39,2	2.688,8	709,3	15,6	1.979,5	97,7	511,8	331,3	48,5	180,5	0,3			
II	5.044,6	1.813,2	62,6	2,8	1.750,6	39,5	2.735,7	683,3	15,3	2.052,4	99,7	495,7	319,9	52,3	175,8	0,6			
Transacciones																			
2009	96,0	51,0	-0,8	0,0	51,8	2,5	38,4	-93,6	-3,8	132,0	17,5	6,7	12,3	-12,9	-5,6	0,9			
2010	135,9	77,5	4,1	-0,2	73,3	1,7	104,5	-126,2	-0,8	230,8	51,5	-46,1	-64,9	-11,7	18,8	-1,9			
2011	-51,9	-71,0	-15,7	-0,2	-55,2	-7,3	-11,5	-55,0	0,3	43,5	-3,0	30,6	24,3	10,5	6,4	0,2			
2011 IV	-45,7	-37,4	-9,3	-0,3	-28,1	-0,9	-28,0	-22,7	-1,7	-5,3	-1,7	19,7	19,3	0,6	0,4	0,0			
2012 I	125,6	21,2	4,0	0,0	17,2	-1,8	59,0	-7,9	-0,6	66,9	-0,6	45,4	27,0	-4,2	18,5	-0,1			
II	-60,0	-26,1	-7,4	0,0	-18,6	0,0	-7,3	-28,8	-0,3	21,6	-2,8	-26,6	-22,6	-1,8	-4,0	0,2			
2012 Abr	-18,9	1,5	-0,8	0,0	2,3	.	-11,8	-19,2	-0,1	7,4	.	-8,6	-10,1	3,0	1,5	.			
May	-2,5	-10,2	-1,7	0,0	-8,5	.	8,0	-2,0	0,0	9,9	.	-0,3	0,8	1,9	-1,1	.			
Jun	-38,5	-17,4	-4,9	0,0	-12,5	.	-3,4	-7,7	-0,2	4,3	.	-17,7	-13,4	-6,8	-4,3	.			
Jul	-13,7	-3,6	-0,3	0,0	-3,3	.	-1,6	-13,4	1,2	11,8	.	-8,5	-8,1	-5,1	-0,5	.			
Ago	19,2	2,6	1,9	0,0	0,7	.	15,2	0,3	1,8	14,9	.	1,4	1,6	2,2	-0,2	.			
Tasas de crecimiento																			
2009	2,4	3,7	-0,6	-0,5	3,9	8,5	1,6	-9,5	-19,0	10,2	93,4	0,8	2,5	-22,3	-7,3	67,0			
2010	3,0	4,9	5,6	-5,1	4,8	4,8	4,2	-13,6	-4,9	14,8	124,1	-10,3	-17,9	-25,4	22,4	-91,7			
2011 IV	-1,2	-4,1	-20,3	-6,0	-3,4	-15,9	-0,5	-7,0	2,2	2,5	-3,1	7,4	8,0	26,6	6,1	120,7			
2012 I	1,0	-2,7	-16,1	-5,1	-2,0	-16,2	1,6	-6,6	-11,2	5,2	-3,6	11,9	11,2	12,9	13,5	-64,1			
II	-1,1	-5,5	-28,7	-6,2	-4,4	-11,4	0,3	-9,9	-15,2	4,4	-5,1	8,8	6,6	-2,9	12,5	34,3			

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones						Valores distintos de acciones											
						Bonos y obligaciones				Instrumentos del mercado monetario									
		Total		IFM		No IFM		Total		IFM		No IFM		Total		IFM		No IFM	
		1	2	3	4	5	6	7	8	AAPP	9	10	11	AAPP	12				
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																			
2010	7.470,9	3.175,5	665,8	2.509,7	3.841,4	1.189,9	2.651,5	1.648,3	454,0	69,5	384,6	347,4							
2011	7.636,5	3.050,8	556,9	2.493,8	4.142,3	1.273,5	2.868,7	1.772,1	443,5	87,2	356,2	316,5							
2012 I	7.808,3	3.239,1	554,2	2.684,9	4.110,8	1.224,7	2.886,1	1.794,9	458,4	86,8	371,6	331,7							
II	7.818,0	3.202,2	546,7	2.655,5	4.166,3	1.235,4	2.930,9	1.823,7	449,5	92,5	357,0	304,2							
Transacciones																			
2009	343,4	87,6	15,5	72,0	143,0	-10,0	153,0	109,4	112,8	-11,1	123,9	145,5							
2010	260,1	125,9	-13,8	139,7	177,8	61,8	116,0	187,2	-43,6	14,7	-58,4	-37,7							
2011	222,1	99,7	20,4	79,3	166,2	80,1	86,1	87,2	-43,8	2,7	-46,5	-34,7							
2011 IV	-79,6	12,4	29,9	-17,5	-29,4	-27,6	-1,9	-8,0	-62,6	-0,8	-61,8	-71,4							
2012 I	54,6	39,8	8,3	31,5	5,2	-17,0	22,2	15,3	9,6	4,4	5,2	6,3							
II	25,7	2,2	-11,5	13,7	35,6	-12,1	47,7	38,7	-12,1	9,3	-21,4	-32,1							
2012 Abr	-18,7	-10,2	-4,8	-5,4	-13,1	11,7	-24,9	.	4,6	-4,7	9,2	.							
May	21,3	4,9	5,9	-1,0	18,7	-17,6	36,3	.	-2,3	4,3	-6,6	.							
Jun	23,1	7,5	-12,6	20,1	30,0	-6,3	36,3	.	-14,4	9,7	-24,1	.							
Jul	11,7	-8,2	-6,1	-2,0	2,0	0,8	1,2	.	17,9	2,2	15,6	.							
Ago	27,0	15,5	8,4	7,1	43,2	12,5	30,7	.	-31,7	-15,0	-16,7	.							
Tasas de crecimiento																			
2009	5,6	3,5	2,5	3,9	4,2	-0,9	6,9	7,8	28,5	-19,9	37,4	53,9							
2010	3,7	4,4	-2,1	6,4	4,9	5,4	4,7	12,4	-8,7	17,9	-13,1	-9,5							
2011 IV	3,0	3,2	3,2	3,1	4,5	7,1	3,3	5,4	-8,4	6,7	-11,4	-10,2							
2012 I	1,6	1,4	3,9	0,6	3,7	2,1	4,4	4,3	-11,6	-15,7	-10,9	-12,1							
II	-0,5	1,5	2,3	1,1	0,4	-3,1	1,9	1,3	-17,8	-18,8	-17,9	-20,9							

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2010	4.807,6	32,9	32,2	0,7	2.972,0	2.932,7	39,4	161,9	7,6	115,4	19,8	1.640,7	213,3	1.279,5	441,6
2011	4.877,2	35,7	35,4	0,3	3.067,6	3.006,6	61,0	162,8	6,7	116,4	30,2	1.611,1	228,4	1.215,1	507,8
2012 I	4.847,3	36,7	36,4	0,3	3.046,9	2.991,0	55,9	152,2	6,6	104,2	24,6	1.611,5	265,9	1.166,5	460,8
II	5.033,6	35,0	34,7	0,3	3.144,6	3.073,1	71,5	160,2	6,6	111,1	30,0	1.693,8	275,9	1.234,3	483,9
Transacciones															
2009	-515,0	-0,1	-0,1	0,0	-420,4	-399,9	-20,5	11,8	-0,4	10,4	0,2	-106,3	7,4	-108,5	-20,2
2010	167,5	-2,9	-2,8	0,0	9,7	0,9	8,8	41,7	-0,3	41,3	4,9	119,0	8,7	86,5	52,4
2011	164,2	-2,7	-2,8	0,1	49,7	20,3	29,4	1,2	-0,2	0,7	10,3	116,0	8,1	82,6	49,3
2011 IV	-169,1	-8,2	-8,2	0,0	-154,5	-154,8	0,3	16,6	0,0	16,7	13,2	-23,0	0,0	-4,5	-14,7
2012 I	90,6	1,2	1,2	0,0	33,4	38,3	-4,9	-10,3	-0,2	-10,0	-5,7	66,2	15,4	32,6	33,0
II	52,7	-2,4	-2,4	0,0	1,1	-13,4	14,5	6,4	0,0	6,3	5,4	47,5	5,3	45,3	17,9
2012 Abr	3,5	1,7	.	.	4,1	.	.	0,7	.	.	0,6	-3,1	.	.	-1,1
May	91,0	0,6	.	.	56,5	.	.	5,0	.	.	3,8	28,9	.	.	15,9
Jun	-41,8	-4,7	.	.	-59,5	.	.	0,7	.	.	1,0	21,8	.	.	3,1
Jul	40,0	5,1	.	.	20,0	.	.	-0,1	.	.	1,6	15,0	.	.	13,7
Ago	-46,4	-0,2	.	.	-29,2	.	.	-1,5	.	.	-1,2	-15,5	.	.	-4,0
Tasas de crecimiento															
2009	-10,0	-1,6	-2,3	0,2	-12,8	-12,4	-34,1	10,8	-3,5	17,2	0,4	-6,4	3,8	-8,2	-4,9
2010	3,7	-12,7	-12,5	-9,9	0,4	0,1	23,4	34,0	-3,1	54,0	32,8	7,7	4,2	7,2	12,7
2011 IV	3,5	-5,4	-5,5	40,4	1,8	0,8	75,3	0,9	-3,2	1,0	51,5	7,3	3,8	6,7	11,4
2012 I	3,5	-11,8	-12,1	43,2	0,8	0,2	33,8	0,2	-4,0	0,5	56,2	9,4	7,9	8,6	15,9
II	2,4	-27,0	-27,3	40,1	-1,1	-2,0	47,9	4,9	-3,9	7,7	64,1	10,0	10,3	9,7	12,1

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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2010	5.099,5	269,1	266,1	3,0	3.491,0	3.445,0	46,0	148,0	0,0	141,8	6,2	1.191,5	202,7	842,1	146,7
2011	5.129,9	408,9	406,1	2,8	3.208,3	3.140,6	67,6	223,9	0,1	217,1	6,8	1.288,8	224,0	871,7	193,2
2012 I	5.224,3	334,2	331,3	2,9	3.365,1	3.301,7	63,5	230,3	0,1	223,9	6,3	1.294,6	233,7	854,4	206,6
II	5.276,8	415,0	413,4	1,6	3.316,1	3.236,9	79,2	238,0	0,1	231,8	6,1	1.307,8	234,7	848,9	224,1
Transacciones															
2009	-703,8	-233,0	-233,2	0,2	-352,8	-341,6	-11,2	17,2	0,0	17,2	0,0	-135,2	0,3	-118,9	-16,6
2010	136,7	8,9	6,3	2,6	-9,3	-15,2	5,9	65,6	0,0	65,1	0,5	71,4	15,9	29,3	26,2
2011	14,7	134,6	134,8	-0,2	-288,9	-327,6	38,7	74,1	0,0	74,0	0,0	94,9	10,4	65,7	18,8
2011 IV	-124,1	87,9	88,0	0,0	-229,4	-237,4	8,0	9,3	0,0	8,9	0,5	8,1	0,2	24,5	-16,6
2012 I	177,5	-71,5	-71,7	0,1	187,1	190,5	-3,5	7,3	0,0	7,3	0,0	54,6	7,4	22,2	25,1
II	-29,0	73,7	74,9	-1,3	-119,9	-133,1	13,2	6,8	0,0	6,9	-0,1	10,4	0,8	15,8	-6,2
2012 Abr	2,5	1,0	.	.	1,4	.	.	6,1	.	.	.	-6,0	.	.	.
May	66,8	40,0	.	.	3,6	.	.	2,9	.	.	.	20,3	.	.	.
Jun	-98,3	32,6	.	.	-124,8	.	.	-2,2	.	.	.	-3,9	.	.	.
Jul	16,3	27,7	.	.	-27,1	.	.	1,4	.	.	.	14,3	.	.	.
Ago	-53,2	0,7	.	.	-38,8	.	.	-2,5	.	.	.	-12,5	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2009	-12,5	-48,0	-48,1	.	-9,4	-9,2	-19,8	24,9	.	26,5	-0,9	-10,4	0,0	-12,2	-10,7
2010	2,8	3,5	2,4	.	-0,2	-0,4	15,5	79,9	.	84,9	5,8	6,2	8,8	3,4	17,8
2011 IV	0,3	50,6	51,2	.	-8,3	-9,6	89,7	50,4	.	52,6	0,2	8,1	5,2	7,9	12,9
2012 I	4,0	20,0	19,1	.	-1,1	-1,9	45,9	30,5	.	30,9	16,6	10,8	7,0	10,9	12,8
II	3,2	42,6	43,4	.	-4,2	-5,3	72,5	25,0	.	25,6	6,0	10,9	6,9	11,8	10,2

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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	16,0	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5						
2011 IV	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	160,9	5,3	7,8	148,1	0,8	134,1	13,3	-0,4	0,0	97,4	-86,0	55,9						
2012 I	671,2	431,7	346,847	52,5	30,9	155,8	4,5	7,6	143,5	0,7	129,6	13,2	0,1	0,3	55,2	-42,7	54,7						
II	701,5	440,3	346,825	54,3	33,4	173,0	5,1	8,6	159,7	0,6	137,4	21,7	-0,4	0,4	51,5	-41,9	56,9						
2012 Ago	716,1	453,4	346,826	54,3	34,6	173,2	5,2	8,6	159,5	-	-	-	-0,1	0,6	49,8	-40,1	56,9						
Sep	733,8	476,4	346,827	53,8	34,2	168,9	5,4	8,2	155,2	-	-	-	0,2	0,5	39,9	-39,5	56,2						
Transacciones																							
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,5	3,1	-1,2	-9,6	0,0	-14,2	4,6	1,2	0,0	-	-	-						
2010	10,5	0,0	-	-0,1	4,9	5,6	-5,4	6,6	4,3	0,0	10,6	-6,3	0,0	0,0	-	-	-						
2011	10,2	0,1	-	-1,6	12,9	-1,2	-2,3	-8,3	9,3	0,1	15,9	-6,8	0,0	0,0	-	-	-						
2011 IV	6,7	0,0	-	-0,4	3,1	4,1	-0,5	-3,0	7,4	0,0	8,7	-1,2	0,1	0,0	-	-	-						
2012 I	2,1	0,0	-	-0,3	1,3	0,7	-0,1	-0,3	0,9	-0,1	-1,1	2,1	0,2	0,3	-	-	-						
II	9,0	0,0	-	-0,3	1,3	7,8	0,8	0,7	6,3	-0,1	-0,3	6,7	0,0	0,2	-	-	-						
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	-1,3	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-						
2010	2,0	0,0	-	-0,1	46,7	3,7	-43,3	75,9	3,6	-5,2	10,3	-24,5	-	-	-	-	-						
2011 IV	1,6	0,0	-	-3,0	82,3	-1,2	-30,0	-52,6	6,9	27,4	14,3	-45,2	-	-	-	-	-						
2012 I	-0,1	0,0	-	-1,2	34,5	-4,7	-13,7	-61,7	3,7	-7,7	9,4	-38,2	-	-	-	-	-						
II	-2,1	0,0	-	-1,4	34,2	3,7	10,9	-40,6	7,6	-20,6	8,8	-7,9	-	-	-	-	-						

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	10.795,4	5.215,1	399,2	3.375,1	184,1	211,9	1.409,9	1.738,9	482,7	5.006,5	2.157,3
2009	10.332,9	4.467,5	525,7	3.523,2	176,9	184,9	1.454,8	1.966,1	251,9	4.579,8	2.080,3
2010	10.850,0	4.694,9	454,0	3.841,4	202,7	201,9	1.455,1	2.143,7	269,1	4.750,4	2.231,8
2011 IV	11.029,9	4.635,5	443,5	4.142,3	224,0	270,4	1.314,3	2.312,6	408,9	4.569,0	2.425,2
2012 I	11.097,9	4.711,3	458,4	4.110,8	233,7	279,2	1.304,5	2.356,9	334,2	4.676,6	2.425,6
II	11.242,5	4.731,0	449,5	4.166,3	234,8	311,0	1.349,9	2.365,9	415,0	4.644,0	2.467,8
Saldos vivos en porcentaje del PIB											
2008	116,9	56,5	4,3	36,5	2,0	2,3	15,3	18,8	5,2	54,2	23,4
2009	115,8	50,1	5,9	39,5	2,0	2,1	16,3	22,0	2,8	51,3	23,3
2010	118,3	51,2	5,0	41,9	2,2	2,2	15,9	23,4	2,9	51,8	24,3
2011 IV	117,1	49,2	4,7	44,0	2,4	2,9	14,0	24,6	4,3	48,5	25,8
2012 I	117,5	49,9	4,9	43,5	2,5	3,0	13,8	25,0	3,5	49,5	25,7
II	118,8	50,0	4,8	44,0	2,5	3,3	14,3	25,0	4,4	49,1	26,1

Fuente: BCE

- 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 Eurosystema. 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
2011																
Inversiones directas	1.172,7	260,7	-10,6	-13,0	11,4	274,1	-1,3	84,4	73,2	-22,1	125,2	40,0	-146,5	-0,3	758,2	
En el exterior	5.564,7	1.541,1	28,7	142,2	1.049,2	321,1	0,0	183,8	85,1	74,5	526,0	1.082,9	487,1	0,0	1.584,3	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	4.230,1	1.128,4	23,9	78,5	776,0	249,9	0,0	146,2	68,4	53,7	394,6	743,1	402,2	0,0	1.293,5	
Otro capital	1.334,6	412,8	4,7	63,7	273,2	71,1	0,0	37,5	16,6	20,8	131,4	339,8	84,9	0,0	290,7	
En la zona del euro	4.392,0	1.280,4	39,2	155,2	1.037,8	47,0	1,3	99,4	11,9	96,6	400,8	1.042,9	633,5	0,4	826,0	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.337,2	1.052,4	26,1	142,6	855,5	27,0	1,2	83,4	6,3	76,9	236,0	789,1	370,2	0,1	722,7	
Otro capital	1.054,7	228,0	13,2	12,6	182,2	20,0	0,0	16,0	5,6	19,7	164,8	253,8	263,3	0,3	103,3	
Inversiones de cartera: Activos	4.762,6	1.536,9	84,5	199,5	1.005,5	99,4	148,0	100,7	52,5	208,0	124,3	1.557,1	384,9	35,2	763,0	
Acc. y participaciones	1.703,4	341,8	10,9	41,6	275,9	13,2	0,1	39,1	48,7	90,4	102,0	553,1	215,8	1,4	311,0	
Valores distintos de acciones	3.059,2	1.195,1	73,6	157,9	729,6	86,2	147,9	61,6	3,9	117,6	22,2	1.004,0	169,1	33,8	452,0	
Bonos y obligaciones	2.592,9	1.050,8	68,5	124,8	629,5	83,8	144,2	56,8	2,7	46,3	15,4	828,0	155,1	32,7	405,1	
Instrum. mercado monetario	466,3	144,3	5,1	33,0	100,1	2,4	3,7	4,8	1,2	71,3	6,9	175,9	13,9	1,0	46,9	
Otras inversiones	-252,8	-287,0	45,5	-30,0	-154,0	72,1	-220,6	-10,1	-13,5	10,9	-75,1	63,8	82,8	-71,6	47,1	
Activos	4.877,2	2.159,9	92,3	91,0	1.777,6	182,7	16,3	26,8	46,1	99,5	257,4	763,5	589,1	36,7	898,2	
AAPP	162,8	63,9	1,5	4,1	44,3	1,3	12,7	1,8	3,2	2,3	1,0	8,5	2,4	30,4	49,3	
IFM	3.103,3	1.497,4	71,9	49,7	1.225,7	147,2	2,9	14,7	20,9	80,2	130,1	473,3	439,6	5,7	441,4	
Otros sectores	1.611,1	598,7	19,0	37,2	507,7	34,2	0,7	10,2	22,0	17,0	126,3	281,6	147,1	0,6	407,5	
Pasivos	5.129,9	2.446,9	46,8	121,0	1.931,6	110,6	236,9	36,8	59,6	88,6	332,5	699,7	506,3	108,3	851,1	
AAPP	223,9	118,2	0,1	0,4	53,5	0,1	64,1	0,1	0,1	0,1	1,2	33,2	1,4	66,6	3,1	
IFM	3.617,1	1.757,9	36,4	84,8	1.436,3	85,5	115,0	24,8	30,8	61,4	256,7	416,0	414,0	38,8	616,7	
Otros sectores	1.288,8	570,8	10,3	35,8	441,8	25,0	57,8	11,9	28,8	27,0	74,6	250,4	91,0	3,0	231,4	
III 2011 a II 2012		Transacciones acumuladas														
Inversiones directas	87,8	87,4	-0,1	0,2	68,3	19,0	0,0	19,8	10,9	-5,1	-24,8	-67,0	-10,1	0,0	76,7	
En el exterior	342,7	138,7	2,4	3,8	111,3	21,2	0,0	19,9	14,5	-1,4	1,9	48,6	12,5	0,0	108,0	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	303,2	123,8	2,3	0,5	105,9	15,1	0,0	21,9	9,0	-3,1	8,6	46,2	13,7	0,0	83,0	
Otro capital	39,5	14,9	0,0	3,3	5,4	6,1	0,0	-2,0	5,5	1,8	-6,7	2,3	-1,2	0,0	24,9	
En la zona del euro	254,9	51,3	2,5	3,6	43,0	2,2	0,0	0,1	3,6	3,7	26,6	115,5	22,6	0,0	31,3	
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	255,3	51,7	1,1	3,8	41,9	4,9	0,0	10,5	1,4	4,7	7,1	114,2	31,9	0,0	33,9	
Otro capital	-0,5	-0,3	1,5	-0,2	1,1	-2,7	0,0	-10,3	2,2	-1,0	19,5	1,3	-9,3	0,0	-2,6	
Inversiones de cartera: Activos	-53,6	5,5	4,5	18,3	-40,7	-1,0	24,5	-3,0	-0,9	-14,8	-1,9	-25,8	-39,7	-0,5	27,6	
Acc. y participaciones	-99,2	-11,3	1,6	0,8	-12,8	-1,2	0,2	2,3	-1,7	-8,4	-1,9	-52,0	-18,2	0,0	-8,0	
Valores distintos de acciones	45,6	16,8	2,8	17,5	-28,0	0,1	24,3	-5,3	0,8	-6,4	0,0	26,2	-21,5	-0,5	35,6	
Bonos y obligaciones	8,1	-10,4	5,1	8,1	-46,7	1,3	21,8	-3,7	0,3	-6,1	1,0	14,0	-20,3	-1,1	34,5	
Instrum. mercado monetario	37,6	27,3	-2,3	9,4	18,7	-1,1	2,5	-1,6	0,5	-0,3	-1,0	12,2	-1,2	0,6	1,1	
Otras inversiones	-45,5	-92,2	5,8	-35,7	-22,3	-16,3	-23,7	1,6	-24,0	2,4	-59,3	130,6	51,9	-16,0	-40,5	
Activos	114,3	10,6	7,8	-6,6	19,0	-12,5	3,0	1,1	12,3	-1,1	11,6	22,3	32,4	-4,2	29,2	
AAPP	7,2	14,4	-0,1	-1,5	15,3	0,6	0,1	0,0	0,0	-0,6	0,0	-3,5	-0,5	0,2	-2,7	
IFM	-49,8	-54,0	6,6	-7,6	-38,7	-17,1	2,8	-0,9	12,1	-5,1	0,3	-3,9	21,6	-4,5	-15,4	
Otros sectores	156,9	50,2	1,2	2,6	42,3	4,0	0,1	1,9	0,3	4,6	11,4	29,8	11,3	0,2	47,3	
Pasivos	159,8	102,9	1,9	29,2	41,3	3,8	26,7	-0,5	36,3	-3,5	70,9	-108,3	-19,5	11,8	69,7	
AAPP	47,0	18,1	0,1	0,1	-1,5	0,0	19,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-6,1	-0,2	33,4	1,9	
IFM	-18,6	13,0	4,2	29,1	-26,8	4,4	2,1	-1,0	33,8	-6,2	74,7	-125,9	-29,6	-21,3	44,0	
Otros sectores	131,4	71,8	-2,4	0,0	69,6	-0,6	5,2	0,5	2,5	2,8	-3,7	23,6	10,4	-0,3	23,8	

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos¹⁾

(mm de euros; transacciones)

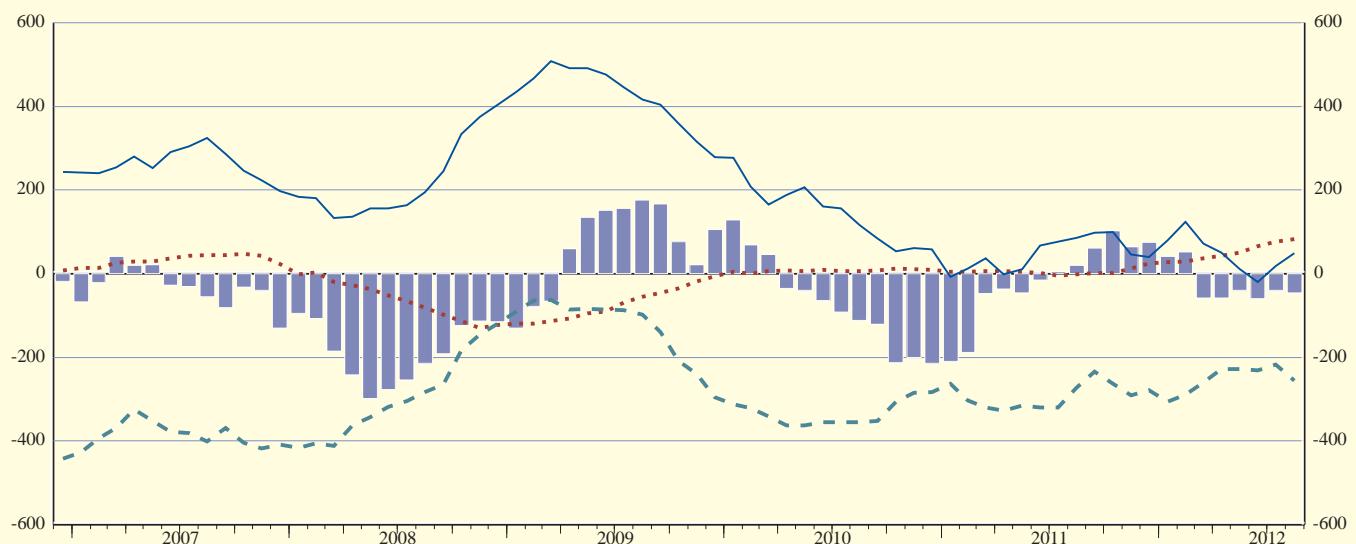
Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM									Derivados financieros	Errores y omisiones		
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones						
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos					
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2009	105,7	-5,5	-325,6	280,9	-51,8	-126,4	72,1	278,0	94,5	-117,7	19,0	-11,8			
2010	-213,7	9,6	-338,5	262,6	-73,2	-249,5	139,8	57,7	-159,9	136,9	17,7	-17,0			
2011	74,4	23,9	-393,1	250,9	55,2	-49,9	79,3	39,6	-117,2	169,0	-4,9	21,4			
2011 II	7,4	-12,2	-58,2	18,8	-25,3	-30,2	0,5	117,8	-37,1	20,9	14,9	-2,6			
III	20,2	8,5	-79,7	42,6	45,7	-3,8	3,1	-9,3	-60,6	81,8	-10,7	2,6			
IV	-31,3	42,7	-124,2	86,0	28,1	4,9	-17,5	-63,7	6,4	17,4	-10,9	-0,5			
2012 I	-54,3	-2,6	-76,9	70,7	-17,2	-85,4	31,5	27,3	-56,0	62,0	-6,7	-1,0			
II	5,8	17,3	-64,9	51,7	18,6	-17,6	13,7	26,2	-54,0	17,2	-9,6	7,0			
2011 Ago	15,6	1,9	-14,7	5,5	28,8	1,1	-7,1	-17,5	-12,1	26,1	-4,1	7,8			
Sep	18,1	2,3	-27,8	19,2	11,3	12,3	-14,3	28,8	-30,0	26,9	-5,9	-4,7			
Oct	-36,5	5,8	-31,9	35,7	4,8	8,4	-38,1	3,2	-33,0	17,6	-2,0	-7,0			
Nov	-38,9	11,9	-53,4	1,7	17,6	-1,1	1,4	-22,8	4,7	-5,0	-3,8	10,0			
Dic	44,1	25,1	-38,9	48,5	5,7	-2,5	19,2	-44,1	34,7	4,7	-5,1	-3,4			
2012 Ene	-49,8	-11,3	-33,3	35,7	-2,0	-23,2	-6,1	1,5	-21,4	24,4	-6,2	-7,9			
Feb	13,7	-1,8	-21,0	21,9	-5,6	-35,6	0,2	52,3	-18,7	22,3	4,4	-4,7			
Mar	-18,2	10,5	-22,6	13,1	-9,6	-26,6	37,4	-26,4	-15,9	15,2	-4,9	11,6			
Abr	-27,1	2,9	-27,4	25,3	-2,3	-8,8	-5,4	-15,6	2,4	0,1	0,4	1,2			
May	18,5	-3,4	-13,5	22,7	8,5	-8,8	-1,0	29,7	-33,9	23,2	-7,2	2,2			
Jun	14,4	17,7	-23,9	3,6	12,5	0,0	20,1	12,2	-22,4	-6,1	-2,9	3,6			
Jul	5,8	14,5	-4,5	-2,3	3,3	-11,4	-2,0	16,9	-15,0	15,7	-2,3	-7,2			
Ago	9,3	8,5	-22,7	12,7	-0,7	-14,7	7,1	14,0	16,9	-15,0	-0,3	3,6			
	transacciones acumuladas de 12 meses														
2012 Ago	-46,6	82,6	-321,0	237,9	43,5	-111,8	18,5	49,6	-131,5	124,1	-35,8	-2,7			

G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM¹⁾

(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, véanse las Notas Generales.

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	7	8	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2010	20,0	22,5	1.532,9	765,3	311,6	421,0	1.268,7	1.550,6	948,4	230,0	349,1	1.019,7	250,1	
2011	13,2	12,7	1.744,0	878,1	352,4	474,3	1.426,6	1.751,6	1.122,6	237,5	365,5	1.099,5	321,1	
2011 III	9,9	10,0	435,6	219,6	87,6	118,4	359,3	441,1	283,6	59,4	91,4	276,5	83,4	
IV	8,8	5,0	446,6	223,1	90,7	122,0	364,7	433,9	278,6	58,9	91,0	268,6	84,4	
2012 I	8,7	4,0	463,4	232,8	94,5	126,2	376,5	452,1	290,4	61,0	91,6	274,0	87,8	
II	8,2	1,3	467,0	230,2	96,3	129,2	382,4	445,9	284,9	61,7	90,6	274,8	85,6	
2012 Mar	4,8	0,5	155,9	78,0	31,3	42,4	126,3	151,1	97,7	20,3	30,3	90,5	29,9	
Abr	6,0	0,0	153,8	76,0	32,0	42,9	124,6	148,9	96,2	19,7	29,8	90,4	28,6	
May	6,2	0,7	154,8	76,1	31,9	42,9	129,7	148,0	94,0	20,5	30,3	92,7	28,5	
Jun	12,5	3,2	158,4	78,0	32,4	43,5	128,1	149,0	94,7	21,5	30,5	91,8	28,6	
Jul	11,1	2,5	154,9	75,9	31,5	43,9	127,9	147,7	92,4	20,7	30,7	92,5	28,0	
Ago	10,4	1,3	160,7	79,9	32,3	45,3	132,1	150,8	95,6	21,1	31,6	92,3	29,2	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)														
2010	14,9	10,7	137,1	132,9	138,6	144,4	133,9	121,4	113,7	132,3	143,7	128,1	104,8	
2011	7,7	2,7	148,5	143,4	152,8	155,7	145,4	124,5	117,7	135,0	143,8	133,2	101,7	
2011 III	5,7	2,8	148,1	143,0	152,5	155,2	146,5	125,2	118,5	137,0	142,9	134,3	105,2	
IV	3,6	-2,9	150,5	144,4	155,1	158,0	147,1	121,9	115,3	132,7	140,8	129,7	104,5	
2012 I	4,6	-1,6	152,9	147,7	159,9	159,1	149,8	122,6	115,9	131,8	138,5	129,3	99,1	
II	3,7	-3,5	153,4	145,6	161,2	162,2	151,3	121,0	113,9	132,5	137,0	129,4	98,0	
2012 Feb	6,4	1,0	151,6	145,8	162,0	156,9	150,8	123,5	117,1	131,4	139,6	130,7	97,9	
Mar	1,0	-4,4	154,3	148,5	158,1	160,7	150,8	122,1	115,5	132,4	138,0	128,6	96,7	
Abr	2,0	-4,7	152,1	144,5	163,0	161,3	148,8	120,6	114,0	127,7	136,7	128,6	93,0	
May	1,5	-4,6	152,3	144,3	159,3	161,3	153,7	120,8	112,7	133,8	137,8	131,8	96,4	
Jun	7,6	-1,0	155,8	148,1	161,3	164,0	151,5	121,5	115,1	135,9	136,5	127,7	104,5	
Jul	6,6	-1,7	151,8	144,1	156,3	163,0	150,3	121,1	113,5	131,3	135,7	128,6	105,9	

2. Precios²⁾

(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	3,0	1,7	2,0	2,5	17,5	3,0	123,0	4,8	-1,3	1,2	2,2	14,8	1,5
II	113,3	2,6	1,0	2,5	2,7	8,4	2,6	122,4	3,1	0,1	1,9	3,3	6,1	1,8
2012 Mar	113,3	2,9	1,3	2,1	2,4	16,4	2,8	124,2	4,5	-1,1	1,0	2,3	12,9	1,2
Abr	113,5	2,8	1,1	2,4	2,5	12,1	2,7	123,7	3,2	-1,0	1,0	2,7	8,1	1,1
May	113,4	2,7	1,1	2,5	2,7	8,8	2,6	122,7	3,6	0,5	2,1	3,2	7,3	2,2
Jun	113,0	2,5	0,8	2,7	2,7	4,1	2,4	120,9	2,6	0,7	2,5	3,9	2,7	2,1
Jul	113,6	2,5	0,4	2,8	2,8	6,8	2,5	122,5	3,0	0,4	3,1	4,3	4,2	2,6
Ago	114,3	3,4	0,7	2,7	2,9	16,9	3,4	124,7	5,4	0,3	3,0	4,5	4,5	3,2

Fuente: Eurostat.

- Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflactores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflactores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia			África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (fob)																
2010	1.532,9	30,2	52,6	194,8	208,3	63,0	92,8	47,4	180,6	356,5	94,8	34,6	104,0	73,4	129,3	
2011	1.744,0	32,9	60,5	213,5	241,5	79,8	108,9	56,7	200,4	406,2	115,4	39,4	111,9	84,6	147,2	
2011 I	429,9	8,1	14,9	53,0	59,1	18,6	25,8	15,2	50,1	99,7	28,6	9,3	28,0	20,2	37,1	
II	431,9	8,2	15,5	52,4	60,7	19,7	26,1	14,3	49,0	98,5	27,4	9,5	27,2	20,8	39,5	
III	435,6	8,3	15,7	53,9	61,3	20,6	28,7	13,6	49,3	101,8	28,8	10,1	28,1	21,7	32,6	
IV	446,6	8,3	14,4	54,3	60,4	20,8	28,2	13,5	52,0	106,2	30,5	10,5	28,7	21,9	37,9	
2012 I	463,4	8,4	15,1	56,5	61,3	22,1	29,5	14,7	55,7	109,6	31,3	10,6	31,0	24,0	35,7	
II	467,0	8,6	14,9	57,0	61,0	22,9	29,2	14,6	55,9	109,2	30,4	11,4	31,3	24,4	38,0	
2012 Mar	155,9	2,8	5,0	18,6	20,2	7,5	9,7	5,1	18,7	36,3	10,1	3,5	11,0	8,3	12,9	
Abr	153,8	2,8	4,9	18,9	19,8	7,5	9,6	4,8	17,4	35,2	9,8	3,6	10,5	7,9	14,5	
May	154,8	2,9	5,0	19,5	20,9	7,6	10,1	4,9	19,6	36,6	10,1	3,8	10,6	8,5	8,6	
Jun	158,4	2,9	5,0	18,6	20,3	7,8	9,6	4,8	18,9	37,5	10,5	4,0	10,2	8,0	14,8	
Jul	154,9	2,9	4,9	18,6	20,2	7,7	9,5	4,8	19,1	35,9	9,9	4,0	10,3	7,9	13,1	
Ago	160,7	.	.	.	.	7,8	10,2	5,2	20,0	37,5	10,2	3,9	10,4	8,8	.
Porcentaje del total de exportaciones																
2011	100,0	1,9	3,5	12,2	13,9	4,6	6,2	3,3	11,5	23,3	6,6	2,3	6,4	4,8	8,4	
Importaciones (cif)																
2010	1.550,6	27,4	47,3	147,8	195,4	112,2	72,8	30,7	129,8	494,9	208,6	51,4	118,8	75,3	98,2	
2011	1.751,6	29,8	53,3	166,6	227,0	138,7	80,2	34,8	139,4	549,3	217,2	52,5	128,4	90,7	113,3	
2011 I	437,0	7,3	13,3	40,8	55,5	35,8	19,1	9,0	35,4	136,1	55,1	13,8	34,9	21,7	28,1	
II	439,6	7,5	13,5	41,4	56,6	34,4	19,4	8,8	34,3	139,7	55,5	12,6	30,8	22,1	31,0	
III	441,1	7,4	13,9	42,4	57,5	33,2	21,9	8,5	34,4	139,7	54,8	13,3	31,2	23,4	27,8	
IV	433,9	7,6	12,7	42,0	57,4	35,3	19,8	8,5	35,4	133,8	51,9	12,8	31,5	23,4	26,5	
2012 I	452,1	7,2	13,1	42,5	57,5	37,7	20,0	8,4	37,6	136,0	53,3	12,5	38,7	23,7	29,6	
II	445,9	7,3	13,0	41,3	56,8	34,5	19,8	8,3	37,6	136,6	55,9	12,4	38,1	22,9	29,6	
2012 Mar	151,1	2,3	4,3	14,0	19,1	13,2	6,4	2,8	12,7	44,6	17,0	4,1	13,3	7,7	10,7	
Abr	148,9	2,4	4,3	13,8	18,8	12,1	6,1	2,8	12,3	44,4	18,2	3,9	12,9	7,6	11,4	
May	148,0	2,4	4,5	14,3	19,1	11,9	6,8	2,8	12,6	45,3	19,1	4,4	13,2	8,0	7,0	
Jun	149,0	2,5	4,2	13,2	18,9	10,5	6,8	2,7	12,7	46,9	18,6	4,1	12,0	7,3	11,2	
Jul	147,7	2,4	4,5	14,3	18,8	10,1	7,1	2,8	13,2	44,1	18,7	4,1	12,6	7,8	10,2	
Ago	150,8	.	.	.	.	11,4	7,7	2,8	13,2	44,4	18,0	4,0	13,7	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	31,4	12,4	3,0	7,3	5,2	6,5	
Saldo																
2010	-17,7	2,7	5,3	47,0	12,9	-49,1	20,0	16,8	50,7	-138,4	-113,8	-16,8	-14,8	-1,8	31,1	
2011	-7,7	3,0	7,1	46,9	14,5	-59,0	28,7	21,9	61,0	-143,1	-101,9	-13,1	-16,5	-6,1	33,9	
2011 I	-7,2	0,7	1,7	12,2	3,6	-17,3	6,7	6,2	14,8	-36,4	-26,5	-4,4	-6,9	-1,6	9,0	
II	-7,7	0,7	2,0	11,0	4,0	-14,7	6,7	5,6	14,8	-41,2	-28,0	-3,1	-3,7	-1,4	8,5	
III	-5,5	1,0	1,8	11,5	3,8	-12,5	6,8	5,1	14,8	-37,9	-26,0	-3,2	-3,1	-1,7	4,8	
IV	12,6	0,7	1,7	12,2	3,0	-14,5	8,4	5,0	16,6	-27,6	-21,4	-2,3	-2,8	-1,5	11,5	
2012 I	11,3	1,2	2,0	14,0	3,8	-15,6	9,4	6,3	18,1	-26,4	-22,0	-1,9	-7,8	0,3	6,1	
II	21,1	1,3	1,9	15,7	4,2	-11,6	9,5	6,3	18,4	-27,4	-25,5	-1,0	-6,8	1,5	8,3	
2012 Mar	4,8	0,4	0,7	4,5	1,1	-5,7	3,3	2,3	5,9	-8,3	-6,9	-0,6	-2,3	0,6	2,2	
Abr	4,9	0,4	0,6	5,1	1,0	-4,6	3,5	2,1	5,2	-9,3	-8,4	-0,3	-2,4	0,3	3,0	
May	6,7	0,4	0,5	5,2	1,8	-4,3	3,2	2,1	7,0	-8,8	-9,1	-0,6	-2,6	0,5	1,7	
Jun	9,5	0,4	0,8	5,4	1,4	-2,7	2,8	2,1	6,2	-9,4	-8,1	-0,1	-1,8	0,7	3,6	
Jul	7,2	0,5	0,4	4,3	1,4	-2,4	2,4	2,0	6,0	-8,2	-8,7	-0,1	-2,3	0,1	2,9	
Ago	9,9	.	.	.	.	-3,6	2,4	2,4	6,8	-6,9	-7,8	-0,1	-3,3	0,9	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

8.1 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	110,6	109,2	104,3	105,0	118,5	105,0	119,7	106,8
2010	103,6	101,6	98,1	96,9	107,4	97,3	111,4	98,1
2011	103,4	100,7	97,6	95,1	106,7	95,9	112,1	97,6
2011 III	103,5	100,7	97,6	95,1	107,3	95,8	112,5	97,8
IV	102,1	99,4	96,4	93,3	106,0	94,7	111,6	96,9
2012 I	99,5	96,9	94,4	90,5	103,4	91,7	108,3	94,0
II	98,2	95,9	93,4	89,0	102,3	90,5	107,4	93,3
III	95,9	93,8	91,9	-	-	-	105,1	91,3
2011 Oct	103,0	100,2	97,1	-	-	-	112,6	97,8
Nov	102,6	99,9	96,8	-	-	-	112,1	97,3
Dic	100,8	98,1	95,2	-	-	-	110,3	95,7
2012 Ene	98,9	96,3	93,7	-	-	-	108,0	93,7
Feb	99,6	97,2	94,7	-	-	-	108,4	94,1
Mar	99,8	97,3	94,9	-	-	-	108,6	94,3
Abr	99,5	97,2	94,5	-	-	-	108,4	94,2
May	98,0	95,7	93,2	-	-	-	107,2	93,1
Jun	97,2	94,9	92,3	-	-	-	106,6	92,5
Jul	95,3	93,2	91,0	-	-	-	104,4	90,7
Ago	95,2	93,2	91,2	-	-	-	104,3	90,7
Sep	97,2	95,0	93,5	-	-	-	106,6	92,5
Oct	97,8	95,5	94,3	-	-	-	107,2	92,9
Tasa de variación respecto al mes anterior								
2012 Oct	0,6	0,5	0,9	-	-	-	0,6	0,4
Tasa de variación respecto al año anterior								
2012 Oct	-5,1	-4,7	-2,8	-	-	-	-4,8	-5,0

G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

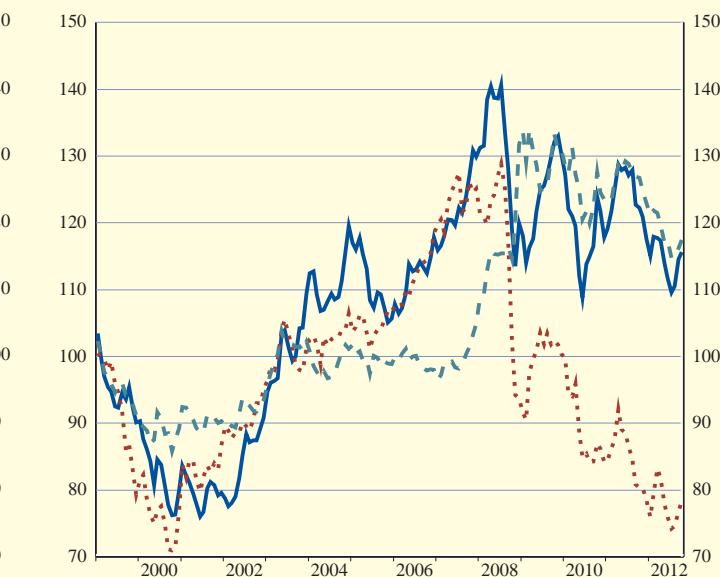
— TCE-20 nominal
- - - TCE-20 real deflactado por el IPC



G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

— USD/EUR
- - - JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Złoty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Kuna croata	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2011	1,9558	24,590	7,4506	0,7063	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	7,4390	2,3378
2012 I	1,9558	25,084	7,4350	0,6985	3,4528	296,85	4,2329	4,3533	8,8529	0,83448	7,5568	2,3556
II	1,9558	25,269	7,4349	0,6981	3,4528	293,98	4,2595	4,4293	8,9133	0,80998	7,5280	2,3157
III	1,9558	25,082	7,4457	0,6963	3,4528	283,05	4,1366	4,5255	8,4354	0,79153	7,4732	2,2560
2012 Abr	1,9558	24,809	7,4393	0,6993	3,4528	294,81	4,1782	4,3789	8,8650	0,82188	7,4991	2,3520
May	1,9558	25,313	7,4335	0,6981	3,4528	293,67	4,2937	4,4412	8,9924	0,80371	7,5383	2,3149
Jun	1,9558	25,640	7,4325	0,6969	3,4528	293,57	4,2973	4,4626	8,8743	0,80579	7,5434	2,2837
Jul	1,9558	25,447	7,4384	0,6963	3,4528	286,28	4,1837	4,5549	8,5451	0,78827	7,5006	2,2281
Ago	1,9558	25,021	7,4454	0,6963	3,4528	278,93	4,0934	4,5176	8,2805	0,78884	7,4853	2,2291
Sep	1,9558	24,752	7,4539	0,6962	3,4528	284,22	4,1345	4,5022	8,4929	0,79821	7,4291	2,3177
Oct	1,9558	24,939	7,4582	0,6962	3,4528	282,09	4,1071	4,5624	8,6145	0,80665	7,5140	2,3384
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Oct	0,0	0,8	0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,7	1,3	1,4	1,1	1,1	0,9
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Oct	0,0	0,4	0,2	-1,4	0,0	-5,0	-5,6	5,5	-5,5	-7,3	0,4	-6,8
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india ¹⁾	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079		
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668		
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558		
2012 I	1,2425	2,3169	1,3128	8,2692	10,1725	65,8991	11,901,67	4,9431	103,99	4,0121		
II	1,2699	2,5167	1,2949	8,1072	9,9460	69,3757	11,932,86	4,9021	102,59	3,9918		
III	1,2035	2,5359	1,2447	7,9410	9,6962	68,9706	11,876,24	4,9818	98,30	3,9029		
2012 Abr	1,2718	2,4405	1,3068	8,2921	10,2163	68,1939	12,068,69	4,9362	107,00	4,0277		
May	1,2825	2,5357	1,2916	8,0806	9,9291	69,6407	11,913,51	4,8974	101,97	3,9688		
Jun	1,2550	2,5658	1,2874	7,9676	9,7192	70,1673	11,830,22	4,8763	99,26	3,9836		
Jul	1,1931	2,4914	1,2461	7,8288	9,5308	68,1061	11,605,16	4,9042	97,07	3,8914		
Ago	1,1841	2,5170	1,2315	7,8864	9,6177	68,8632	11,777,55	4,9779	97,58	3,8643		
Sep	1,2372	2,6066	1,2583	8,1273	9,9686	70,0452	12,287,93	5,0717	100,49	3,9599		
Oct	1,2596	2,6333	1,2801	8,1390	10,0574	68,8589	12,457,30	4,9976	102,47	3,9649		
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Oct	1,8	1,0	1,7	0,1	0,9	-1,7	1,4	-1,5	2,0	0,1		
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Oct	-6,9	8,2	-8,4	-6,8	-5,7	1,9	2,5	-0,6	-2,5	-7,7		
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense	
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1,772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1,531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920	
2012 I	17,0195	1,6030	7,5868	56,421	39,5496	1,6573	10,1730	1,482,75	1,2080	40,630	1,3108	
II	17,3620	1,6241	7,5582	54,813	39,8768	1,6200	10,4214	1,477,96	1,2015	40,101	1,2814	
III	16,4690	1,5462	7,3910	52,377	39,9755	1,5594	10,3385	1,416,52	1,2035	39,207	1,2502	
2012 Abr	17,1900	1,6095	7,5698	56,145	38,8087	1,6459	10,3060	1,495,40	1,2023	40,639	1,3162	
May	17,4237	1,6538	7,5655	54,908	39,5585	1,6152	10,4412	1,481,36	1,2012	40,077	1,2789	
Jun	17,4529	1,6062	7,5401	53,510	41,1766	1,6016	10,5050	1,458,61	1,2011	39,640	1,2526	
Jul	16,4263	1,5390	7,4579	51,452	39,9467	1,5494	10,1379	1,404,11	1,2011	38,873	1,2288	
Ago	16,3600	1,5306	7,3239	52,173	39,6334	1,5480	10,2585	1,403,93	1,2011	38,974	1,2400	
Sep	16,6413	1,5721	7,3945	53,629	40,4006	1,5837	10,6512	1,444,65	1,2089	39,842	1,2856	
Oct	16,7207	1,5817	7,4076	53,691	40,3558	1,5879	11,2215	1,435,37	1,2098	39,811	1,2974	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2012 Oct	0,5	0,6	0,2	0,1	-0,1	0,3	5,4	-0,6	0,1	-0,1	0,9	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2012 Oct	-9,3	-8,9	-4,4	-9,6	-5,8	-9,2	2,8	-9,0	-1,6	-5,9	-5,3	

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	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 II	1,8	3,8	2,2	2,4	2,8	5,5	4,0	2,1	0,9	2,7
III	3,0	3,4	2,4	1,9	3,2	6,0	3,9	4,2	0,9	2,4
2012 Jul	2,4	3,3	2,1	1,9	2,9	5,7	4,0	3,1	0,7	2,6
Ago	3,1	3,4	2,6	1,9	3,4	6,0	3,8	4,0	0,9	2,5
Sep	3,4	3,5	2,5	1,9	3,3	6,4	3,8	5,4	1,0	2,2
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	-8,1	-7,2	-4,4	-7,9	-6,8	0,3	-10,2
2011	-2,0	-3,3	-1,8	-3,4	-5,5	4,3	-5,0	-5,5	0,4	-7,8
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB										
2009	14,6	34,2	40,6	36,7	29,3	79,8	50,9	23,6	42,6	67,8
2010	16,2	37,8	42,9	44,5	37,9	81,8	54,8	30,5	39,5	79,4
2011	16,3	40,8	46,6	42,2	38,5	81,4	56,4	33,4	38,4	85,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje: media del período										
2012 Abr	5,11	3,51	1,71	5,10	5,30	8,77	5,49	6,24	1,82	2,03
May	5,11	3,31	1,37	5,15	5,30	8,33	5,41	6,50	1,51	1,78
Jun	5,07	3,11	1,26	5,07	4,96	8,30	5,24	6,68	1,45	1,60
Jul	4,87	2,60	1,10	4,67	4,82	7,56	4,99	6,52	1,33	1,47
Ago	4,28	2,38	1,15	4,45	4,84	7,36	4,88	6,84	1,44	1,49
Sep	3,80	2,41	1,31	3,92	4,53	7,28	4,85	6,54	1,51	1,53
Tipo de interés a tres meses en porcentaje: media del período										
2012 Abr	2,71	1,24	0,97	1,00	1,28	8,19	4,94	4,12	2,19	1,02
May	2,59	1,24	0,90	0,94	1,24	8,22	5,05	4,69	2,14	1,00
Jun	2,45	1,21	0,62	0,90	1,20	-	5,12	5,10	2,14	0,95
Jul	2,14	1,06	0,41	0,75	1,11	8,00	5,13	5,11	2,10	0,82
Ago	1,69	1,00	0,31	0,61	0,93	7,77	5,11	5,51	2,02	0,71
Sep	1,60	0,87	0,32	0,58	0,81	-	4,95	5,47	1,69	0,65
PIB real										
2010	0,4	2,7	1,3	-0,9	1,5	1,3	3,9	-1,7	6,6	1,8
2011	1,7	1,7	0,8	5,5	5,9	1,6	4,3	2,5	3,9	0,9
2012 I	0,5	-0,5	0,3	5,5	4,2	-1,2	3,6	1,1	1,4	-0,1
II	0,5	-1,0	-0,6	4,6	3,2	-1,1	2,5	1,6	1,3	-0,5
III	.	.	.	.	3,3	.	.	.	.	0,0
Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB										
2010	-0,7	-3,0	5,9	4,9	2,7	2,8	-3,3	-4,2	6,5	-3,1
2011	1,6	-2,5	5,9	-0,2	-1,3	3,3	-2,9	-3,9	6,3	-1,7
2011 IV	-4,9	-0,6	5,8	-0,4	-3,4	3,0	-1,7	-2,2	4,6	-1,5
2012 I	-6,6	2,6	2,9	-3,0	-9,7	1,5	-3,6	-0,2	7,7	-3,9
II	-2,6	-0,7	8,4	-1,1	7,4	4,1	0,1	-4,7	5,9	-5,1
Deuda externa bruta en porcentaje del PIB										
2010	102,7	56,5	191,1	164,8	83,2	144,1	66,4	75,8	190,9	413,1
2011	93,1	58,4	184,1	145,0	77,8	146,2	71,9	73,7	193,9	421,3
2011 IV	93,1	58,4	184,1	145,0	77,8	146,2	71,9	73,7	193,9	421,3
2012 I	93,8	59,4	187,8	144,5	80,9	136,0	70,3	74,9	192,3	417,5
II	93,8	60,7	192,1	144,1	77,9	132,1	71,8	75,1	198,1	.
Costes laborales unitarios										
2010	5,6	-0,7	-1,0	-10,4	-6,9	-3,2	1,3	7,9	-2,4	1,2
2011	1,1	1,0	0,5	3,0	-0,1	3,8	0,5	1,7	-0,8	1,5
2011 IV	4,8	1,6	1,8	0,7	4,1	2,8	-0,5	0,3	0,3	2,8
2012 I	1,9	4,2	1,0	-0,6	3,8	4,7	1,1	4,6	1,7	4,4
II	0,7	3,6	1,6	0,3	4,3	4,3	1,1	4,2	2,8	4,9
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)										
2010	10,3	7,3	7,5	19,8	17,8	11,2	9,6	7,3	8,4	7,8
2011	11,3	6,7	7,6	16,3	15,4	11,0	9,7	7,4	7,5	8,0
2012 II	12,2	6,8	8,0	15,9	13,3	10,9	10,0	7,2	7,6	7,9
III	12,5	6,8	8,1	.	13,2	10,7	10,0	7,0	7,5	.
2012 Jul	12,5	6,8	8,1	.	13,0	10,6	10,1	7,1	7,8	7,9
Ago	12,4	6,8	8,1	.	12,9	.	10,1	7,1	7,8	.
Sep	12,4	6,8	8,3	.	12,9	.	10,1	7,1	7,8	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

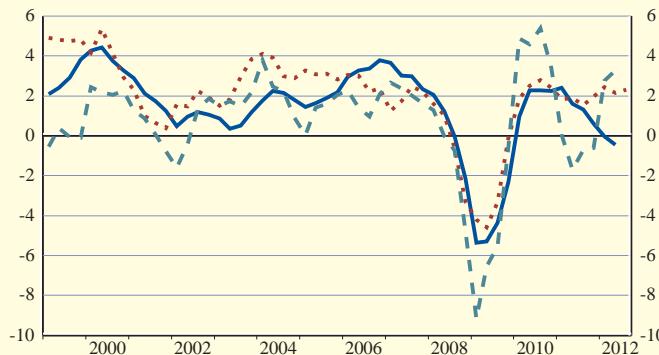
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) ²⁾	Agregado monetario amplio ³⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ⁴⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); ⁴⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁵⁾	Déficit (-) o superávit (+) presupuestario en % del PIB ⁶⁾	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	61,0
2009	-0,4	-1,4	-3,1	-13,8	9,3	8,0	0,69	4,17	1,3948	-11,9	73,3
2010	1,6	-1,1	2,4	6,3	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-11,4	81,9
2011	3,2	1,9	1,8	4,8	9,0	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,2	85,9
2011 III	3,8	1,9	1,6	3,9	9,1	9,2	0,30	2,18	1,4127	-10,2	84,4
IV	3,3	1,4	2,0	4,5	8,7	9,7	0,48	2,10	1,3482	-9,9	85,9
2012 I	2,8	0,2	2,4	5,3	8,3	10,2	0,51	2,38	1,3108	-8,7	87,6
II	1,9	1,0	2,1	5,6	8,2	9,6	0,47	1,83	1,2814	-8,6	87,9
III	1,7	1,1	2,3	4,1	8,1	7,0	0,43	1,77	1,2502	.	.
2012 Jun	1,7	-	-	5,5	8,2	9,2	0,47	1,83	1,2526	-	-
Jul	1,4	-	-	4,9	8,3	8,0	0,45	1,63	1,2288	-	-
Ago	1,7	-	-	3,8	8,1	6,2	0,43	1,72	1,2400	-	-
Sep	2,0	-	-	3,6	7,8	6,8	0,39	1,77	1,2856	-	-
Oct	.	-	-	.	7,9	.	0,33	1,79	1,2974	-	-
Japón											
2008	1,4	1,3	-1,1	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-1,9	162,9
2009	-1,3	2,9	-5,5	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,8	180,0
2010	-0,7	-2,8	4,6	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,4	188,4
2011	-0,3	.	-0,7	-2,5	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	.	.
2011 III	0,1	0,6	-0,7	-1,0	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	.	.
IV	-0,3	.	-0,6	-1,7	4,5	3,0	0,20	1,00	104,22	.	.
2012 I	0,3	.	2,8	4,7	4,5	3,0	0,20	1,05	103,99	.	.
II	0,1	.	3,3	5,3	4,4	2,3	0,20	0,84	102,59	.	.
III	-0,4	.	.	-4,6	4,2	2,4	0,19	0,78	98,30	.	.
2012 Jun	-0,2	-	-	-1,5	4,3	2,2	0,20	0,84	99,26	-	-
Jul	-0,4	-	-	-0,8	4,3	2,3	0,20	0,78	97,07	-	-
Ago	-0,4	-	-	-4,6	4,2	2,4	0,19	0,81	97,58	-	-
Sep	-0,3	-	-	-8,1	4,2	2,4	0,19	0,78	100,49	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	0,19	0,78	102,47	-	-

G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Zona del euro
- Estados Unidos
- - - Japón



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.

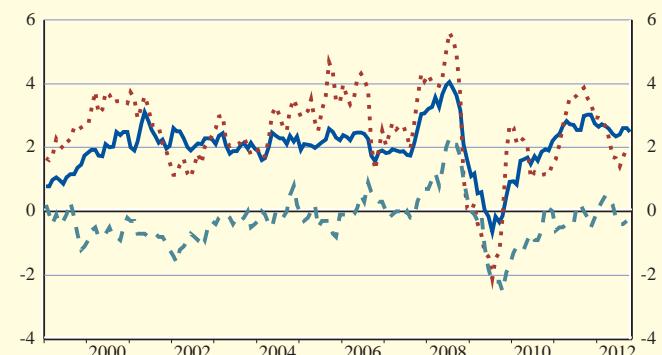
6) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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.

G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

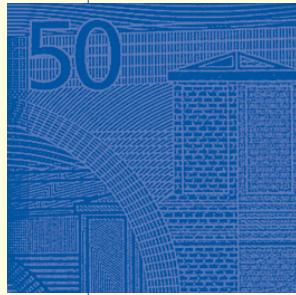
- Zona del euro⁷⁾
- Estados Unidos
- - - Japón





LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	\$12
G2	Contrapartidas	\$12
G3	Componentes de los agregados monetarios	\$13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	\$13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	\$14
G6	Préstamos a hogares	\$14
G7	Préstamos a las AAPP	\$16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	\$16
G9	Depósitos totales por sector	\$17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	\$17
G11	Depósitos totales por sector	\$18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	\$18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	\$19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	\$20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	\$35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	\$37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	\$38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	\$39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	\$40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	\$41
G21	Nuevos depósitos a plazo	\$43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	\$43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	\$44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	\$44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	\$45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	\$45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	\$46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	\$55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	\$55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	\$60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	\$60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	\$61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	\$61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	\$62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	\$62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	\$65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	\$65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	\$70
G39	Tipos de cambio efectivos	\$73
G40	Tipos de cambio bilaterales	\$73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	\$76
G42	Índices de precios de consumo	\$76



NOTAS TÉCNICAS

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$a) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos ajustados del mes t (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDICIADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) indicada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OFPML. Según esta definición, si una OFPML está viva durante D días y los tipos mínimos de puja de las OPF son $R_{1,MRO}$ (durante D_1 días), $R_{2,MRO}$ (durante D_2 días), etc., hasta $R_{i,MRO}$ (durante D_i días), donde $D_1+D_2+\dots+D_i=D$, el tipo anualizado aplicable (R_{LTRO}) se calcula como:

$$c) R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

SECCIONES 2.1 A 2.6

CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por

reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$d) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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).

DEESTACIONALIZACIÓN 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 la rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de 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 nacionales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t, el índice I_t de los saldos nacionales en el mes t queda definido como:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nacionales del mes t. Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$o) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIÓNES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nacionales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas l) y m), la tasa de crecimiento a_t del mes t correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes t se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO I 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

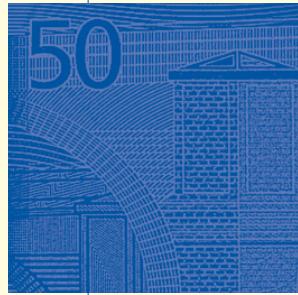
CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

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 7 de noviembre 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. Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999¹ se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10 % hasta noviembre de 1999 y del 30 % a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta

1 Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras.

Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales, entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones expresadas, en términos de variaciones interanuales.

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32². En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos

por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se ha recopilado de conformidad con el Reglamento BCE/2007/8³, sobre estadísticas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión. Para más información sobre estas estadísticas de los fondos de inversión, véase el manual «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales residentes en la zona del euro dedicadas a operaciones de titulización. La titulización supone, generalmente, la transferencia de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental, declarándose dichos activos en su balance como préstamos titulizados, valores distintos de acciones u otros activos titulizados. Otra posibilidad es transferir el riesgo de crédito de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental mediante seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), garantías u otro mecanismo similar. Los activos de garantía que mantiene la sociedad instrumental para hacer frente a estos riesgos adoptan normalmente la forma de un depósito mantenido en una IFM o invertido en valores distintos de acciones. Las sociedades instrumentales titulan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30⁴ a partir de diciembre de 2009.

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

3 DO L 211, de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15, de 20.01.2009, p. 1.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y los fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores distintos de acciones en poder de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo

se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización optionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nacionales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son 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 derivan 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) nº 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) nº 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁷. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria,

⁵ Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Paper nº 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) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁸. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁹, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003¹⁰. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y

salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por este) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 5 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflactores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95¹¹. El SEC 95 fue modificado por el Reglamento (UE) nº 715/2010 de la Comisión, de 10 de agosto de 2010¹² que implantó la NACE Revisión 2, la 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) nº 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹³, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas 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) nº 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sin desestacionalizar sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) nº 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹⁴. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) nº 501/2004 y el Reglamento (CE) nº 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTES AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)¹⁵, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹⁶. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación

13 DOL 172, de 12.7.2000, p. 3.

14 DOL 179, de 9.7.2002, p. 1.

15 DOL 354, de 30.11.2004, p. 34.

16 DOL 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.cmfbc.org) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

El 9 de diciembre de 2011, El Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación del BCE sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)¹⁷. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). El BCE empezará a publicar las estadísticas de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de reservas internacionales de conformidad con la Orientación BCE/2011/23 y el MBP6 en 2014, con series históricas.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo.

Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión

17 DO L 65, de 3.3.2012, p. 1.

internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no

residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y

del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayordistas 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 deflactores 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.

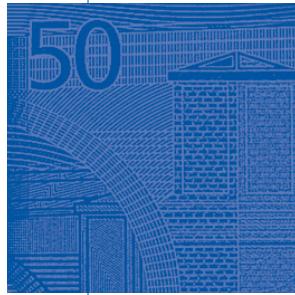
Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

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.

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 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.

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.

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.

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.

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.

9 DE JUNIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2010 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,25 %, 2 % y 0,50 %, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de octubre de 2011; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

7 DE JULIO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de julio de 2011. Asimismo, decide aumentar los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de julio de 2011.

4 DE AGOSTO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,50 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También decide adoptar varias medidas para hacer frente al recrudecimiento de las tensiones en algunos mercados financieros. Concretamente, decide que el Eurosistema lleve a cabo una operación de financiación a plazo más largo complementaria con vencimiento de aproximadamente seis meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y a las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 17 de enero de 2012, en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

8 DE SEPTIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente.

6 DE OCTUBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1,5 %, 2,25 % y 0,75 %, respectivamente. También acuerda los detalles de las operaciones de financiación que se realizarán entre octubre de 2011 y julio de 2012, concretamente, ejecutar dos operaciones de financiación a plazo más largo —una en octubre de 2011, con un vencimiento aproximado de 12 meses, y otra en diciembre de 2011, con un vencimiento aproximado de 13 meses— y continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena a todas sus operaciones de financiación. Además, el Consejo de Gobierno decide iniciar un nuevo programa de bonos garantizados en noviembre de 2011.

3 DE NOVIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de noviembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 2 % y el 0,5 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de noviembre de 2011.

8 DE DICIEMBRE DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales



de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de diciembre de 2011. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,75 % y el 0,25 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de diciembre de 2011. También acuerda adoptar nuevas medidas no convencionales, concretamente: i) realizar dos operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento aproximado a tres años; ii) aumentar la disponibilidad de activos de garantía; iii) reducir el coeficiente de reservas hasta el 1 %, y iv) interrumpir, por el momento, las operaciones de ajuste llevadas a cabo el último día de cada período de mantenimiento.

12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

8 DE MARZO, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad

marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

5 DE JULIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.

2 DE AGOSTO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

6 DE SEPTIEMBRE DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de

financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, decide las características de las Operaciones Monetarias de Compra-venta (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro.

4 DE OCTUBRE Y 8 DE NOVIEMBRE DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.



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: Segundo la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Base de reservas: Suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza

de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta de transferencias corrientes: Cuenta de la balanza de pagos en la que se registra el valor de recursos reales o financieros cuando se transfieren sin recibir ninguna contrapartida. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital.

Cuenta de rentas: Cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes: i) las que suponen el pago/cobro de remuneración de asalariados no residentes/residentes, y ii) las que suponen el cobro/pago de rentas de la inversión derivadas de la propiedad de activos/pasivos financieros exteriores y que incluyen rentas de inversión directa, inversión de cartera y otra inversión, y también ingresos procedentes de activos de reserva.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Pùblicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece vivo a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Pùblicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, valores distintos de acciones y reservas de los fondos de pensiones (resultantes de los fondos de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras.

Deuda externa bruta: El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

Deuda pública indiciada a la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Pùblicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Empresas de seguros y fondos de pensiones: Sociedades y quasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la

construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2 %. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2 %, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

Exigencia de reservas: Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en

recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10 % de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al menos, al 10 % de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de absorción de liquidez: Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML): Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

Operación de mercado abierto: Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

Operación principal de financiación (OPF): Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

Operación temporal: Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

Otras inversiones: Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

Paridad central (o tipo central): Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

Paridad del poder adquisitivo (PPA): Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM: Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

Población activa: Total de trabajadores ocupados y parados.

Posición de inversión internacional: Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

Precios industriales: Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

Producción industrial: Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

Productividad del trabajo: Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

Producto interior bruto (PIB): Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

Ratio de déficit (Administraciones Públicas): Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas): Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

Remuneración por asalariado o por hora trabajada: Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

Reservas internacionales: Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

Saneamiento parcial: Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

Saneamiento total: Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

Sociedad instrumental: Entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suelen emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

Subasta a tipo de interés fijo: Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena: Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

Subasta a tipo de interés variable: Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

Tasa de inflación implícita: Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indicado a la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

Tipos de interés de las IFM: Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

Tipos de interés oficiales del BCE: Tipos de interés que fija el *Consejo de Gobierno* y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

Tipo mínimo de puja: Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

Titulización: Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador

(habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

Vacantes: Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

Valor de referencia para el crecimiento de M3: Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

Valores de renta variable: Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

Valores distintos de acciones: Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

Volatilidad: El grado de fluctuación de una variable dada.

Volatilidad implícita: La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

Zona del euro: Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.