



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

BOLETÍN MENSUAL
ENERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL ENERO 2010

En el año 2010,
todas las
publicaciones del
BCE reproducirán
un motivo tomado
del billete
de 500 euros.

Traducción provisional realizada por el Banco de España. La publicación impresa definitiva del Boletín Mensual del BCE en español puede diferenciarse ligeramente de esta versión, al incluir modificaciones (por ejemplo, tipográficas y ortográficas) que, en cualquier caso, no afectarán al contenido del documento.

© Banco Central Europeo, 2010

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2010

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 13 de enero de 2010.

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



ÍNDICE

EDITORIAL 5

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Entorno exterior de la zona del euro	9
Evolución monetaria y financiera	17
Precios y costes	38
Producto, demanda y mercado de trabajo	47
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	57

Recuadros

1 Ajuste de los desequilibrios externos en Europa Central y Oriental	12
2 Nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro	18
3 Los efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC en 2010	43
4 Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica	50
5 Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro	59

ARTÍCULOS

La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera	67
Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas	77
Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales	91

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

ANEXOS

Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	I
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir del 2009	V
Glosario	XI

ABREVIATURAS

PAÍSES

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

OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BPI	Banco de Pagos Internacionales
c.i.f.	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 Rev. 1	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea (revisión 1)
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
f.o.b.	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPRI	Índice de Precios Industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto Interior Bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales 1995
TCE	Tipo de Cambio Efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

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

EDITORIAL

En su reunión celebrada el 14 de enero de 2010, 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. El nivel actual de los tipos de interés sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2009, se espera que la evolución de los precios continúe siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos también confirman que a finales de 2009 la actividad económica de la zona del euro ha continuado su expansión. No obstante, algunos de los factores que contribuyen al crecimiento del PIB real son de naturaleza temporal. En general, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro registre un crecimiento moderado en 2010, considerando que es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y que las perspectivas siguen estando sujetas a cierto grado de incertidumbre. Los resultados del análisis monetario confirman la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado el descenso del crecimiento monetario y crediticio que se está produciendo de forma paralela. En conjunto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Por lo que se refiere al análisis económico, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,4% en el tercer trimestre de 2009 y los datos más recientes confirman que a finales del pasado año, la actividad económica de la zona del euro ha continuado su expansión. La zona del euro se ha venido beneficiando de un giro en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las significativas medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, algunos de los factores que apoyan la recuperación son de carác-

ter temporal. Además, es probable que durante algún tiempo el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en los sectores financiero y no financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro, suponga un lastre para la actividad económica. Asimismo, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva frenarán probablemente la inversión y se espera que el desempleo de la zona del euro sea ligeramente superior, traduciéndose en una reducción del crecimiento del consumo. Por estos motivos, es previsible que la economía de la zona del euro crezca solo a un ritmo moderado en 2010, y el proceso de recuperación podría ser irregular.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están, en conjunto, equilibrados. Entre los factores al alza, los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas, podrían ser mayores de lo esperado. La confianza podría también continuar mejorando y la recuperación, tanto de la economía mundial como del comercio exterior, podría ser mucho mayor de la prevista. En cuanto a los riesgos a la baja, persiste la preocupación de que se produzca una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, se intensifiquen las presiones proteccionistas y la posibilidad de que los mercados se vean afectados por perturbaciones relacionadas con la corrección de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, tal como se esperaba, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se incrementó adicionalmente en diciembre de 2009, situándose en el 0,9%, frente al 0,5% registrado en noviembre. Este aumento refleja, principalmente, efectos de base derivados fundamentalmente de la caída de los precios mundiales de la energía registrada hace un año. Se espera que la inflación se mantenga en torno al 1% a corto plazo. A más largo plazo, es previsible que la inflación siga siendo moderada durante el horizonte temporal relevante para la política moneta-



ria y que la evolución de precios, costes y salarios continúe muy moderada en consonancia con una lenta recuperación de la demanda en la zona del euro y en otros países. En este contexto, es importante destacar, una vez más, que las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para estas perspectivas están en general equilibrados y se refieren, en particular, a las perspectivas relativas a la actividad económica y a la evolución de los precios de las materias primas. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser mayores de lo que se espera actualmente, debido a la necesidad de saneamiento presupuestario en los próximos años.

Por lo que respecta al análisis monetario, tanto las tasas de crecimiento interanual de M3 como de los préstamos concedidos al sector privado fueron negativas en noviembre, situándose en el $-0,2\%$ y en el $-0,7\%$, respectivamente. La caída simultánea a tasas de crecimiento históricamente bajas registradas por estas dos series durante los últimos meses, avala la valoración de que se ha producido una desaceleración del ritmo de la expansión monetaria subyacente y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas. De cara al futuro, probablemente, el crecimiento tanto de M3 y como del crédito se mantenga débil o negativo durante algún tiempo.

El descenso del crecimiento monetario efectivo es probable que sobreestime la desaceleración del ritmo de la expansión monetaria subyacente, debido a la continuada fuerte pendiente de la curva de rendimiento, que explica el desplazamiento de fondos desde M3 hacia depósitos y valores a más largo plazo. Al mismo tiempo, la configuración de los tipos de interés sigue favoreciendo una evolución divergente de los principales componentes de M3, ya que el estrechamiento de los diferenciales entre los tipos de remuneración de los diferentes depósitos bancarios a corto plazo disminuye el

coste de oportunidad de desplazar fondos desde, por ejemplo, depósitos a corto plazo hacia depósitos a un día. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 siguió siendo considerable, situándose en el $12,6\%$ en noviembre, mientras que el crecimiento interanual de M3 en ese mes fue negativo.

El crecimiento interanual negativo de los préstamos bancarios al sector privado oculta una vuelta a tasas de crecimiento interanual positivas en el caso de los préstamos a hogares, mientras que el crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras resultó más negativo. Esta divergencia resulta acorde con regularidades del ciclo económico, según las cuales los puntos de inflexión en el crecimiento de los préstamos a empresas se producen con cierto retraso con respecto a los del crecimiento de la actividad económica. En el caso de los hogares, los datos más recientes vuelven a confirmar una estabilización en niveles reducidos. En el caso de los préstamos concedidos a sociedades no financieras, el descenso sigue reflejando principalmente un alto nivel de amortización neta de préstamos a plazos más cortos, mientras que la obtención y concesión de préstamos a plazos más largos se mantuvieron positivas. Los bajos niveles de la producción y de los intercambios comerciales, conjuntamente con la actual incertidumbre en cuanto a las perspectivas empresariales, continuarán probablemente frenando la demanda empresarial de financiación bancaria durante los próximos meses. Al mismo tiempo, las condiciones de financiación de las empresas, tanto en lo que respecta a los créditos bancarios como a la financiación en los mercados, han mejorado en los últimos meses en términos de costes. A este respecto, los continuados flujos negativos de préstamos bancarios a corto plazo a sociedades no financieras observados en los últimos meses podrían reflejar, en parte, mejores posibilidades de sustitución por fuentes diversas de financiación a más largo plazo.

Las entidades de crédito han seguido disminuyendo el tamaño de sus balances, principalmente mediante la reducción de sus activos frente a otras entidades de crédito. El reto continúa siendo llevar

a cabo el ajuste del tamaño y de la estructura de los balances al tiempo que se asegura la disponibilidad de crédito al sector no financiero. Para superarlo, las entidades de crédito deberían utilizar la mejora de las condiciones de financiación con el fin de reforzar sus bases de capital y, cuando sea necesario, aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE continúa siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde la reunión del Consejo de Gobierno del 3 de diciembre de 2009, se espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Los últimos datos también confirman que a finales de 2009 la actividad económica de la zona del euro ha continuado su expansión. No obstante, algunos de los factores que contribuyen al crecimiento del PIB real son de naturaleza temporal. En general, el Consejo de Gobierno espera que la economía de la zona del euro registre un crecimiento moderado en 2010, considerando que es probable que el ritmo de la recuperación sea irregular y que las perspectivas siguen estando sujetas a cierto grado de incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma la valoración de que las presiones inflacionistas son reducidas a medio plazo, dado el descenso del crecimiento monetario y crediticio que se está produciendo de forma paralela. En conjunto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

El Consejo de Gobierno mantendrá su línea de mayor apoyo de crédito al sistema bancario, al mismo tiempo que tomará en consideración la mejora de las condiciones de los mercados financieros que se está produciendo y evitará distorsiones

asociadas al mantenimiento de medidas extraordinarias durante demasiado tiempo. Asimismo, seguirá llevando a cabo una retirada gradual de las medidas de liquidez extraordinarias que no sean tan necesarias como en el pasado. A fin de contrarrestar de forma efectiva los posibles riesgos para la estabilidad de precios a medio y largo plazo, la liquidez suministrada se absorberá cuando sea necesario. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante los próximos meses.

En relación con las políticas fiscales, muchos Gobiernos de la zona del euro se enfrentan a desequilibrios presupuestarios elevados y en considerable aumento. Las necesidades de financiación pública muy elevadas conllevan el riesgo de desencadenar cambios rápidos en el clima de los mercados, que se traduzcan en unos tipos de interés de mercado a medio y largo plazo menos favorables. Esto, a su vez, frenaría la inversión privada y de ese modo se debilitarían las bases de un crecimiento sostenido. Además, un nivel elevado de déficit y deuda públicos supondría una carga adicional para la política monetaria y menoscabaría la credibilidad de las disposiciones del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento como pilar fundamental de la Unión Económica y Monetaria. En consecuencia, el Consejo de Gobierno apela a los Gobiernos a que elaboren y apliquen de forma oportuna estrategias de salida y de saneamiento presupuestario ambiciosas, basadas en previsiones de crecimiento realistas y centradas principalmente en la reforma del gasto. La reducción de impuestos solo debería considerarse a medio plazo, cuando los países cuenten con el suficiente margen de maniobra presupuestario. En este sentido, los actuales compromisos de los Gobiernos de iniciar el proceso de saneamiento presupuestario como muy tarde en 2011 y de superar ampliamente la referencia estructural para el ajuste del 0,5% del PIB anual, constituyen el requisito mínimo para todos los países de la zona del euro. El éxito de las estrategias de ajuste presupuestario dependerá también, de manera decisiva, de que las instituciones y las normas presupuestarias nacionales sean apropiadas, y precisa de procedimientos presupuestarios

transparentes, así como de unas estadísticas de finanzas públicas fiables y completas.

En lo que concierne a las reformas estructurales, la reestructuración apropiada del sector bancario debería desempeñar un papel importante. El saneamiento de los balances, el control efectivo del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos son elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones, creando así las condiciones para la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenido.

El Eurosistema presentará su respuesta a la consulta pública realizada por la Comisión Europea sobre la estrategia UE 2020, diseñada para suceder a la actual estrategia de Lisboa. Con el fin de superar los retos futuros, la estrategia UE 2020 debería centrarse en incrementar el potencial de cre-

cimiento y en crear un alto nivel de empleo mediante el buen funcionamiento de los mercados de trabajo y de productos, y de sistemas financieros sólidos y de políticas presupuestarias sostenibles. El objetivo es lograr una economía social de mercado altamente competitiva, tal y como se recoge en el Tratado.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. El primero describe la manera en el BCE ha valorado, señalado y aplicado la orientación de la política monetaria en el contexto de la reciente crisis financiera. En el segundo artículo se examinan las relaciones del BCE con otras importantes instituciones y órganos de la Unión Europea que se han establecido desde la adopción del euro. En el tercero, se presenta una visión general y una estimación de los derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial muestra señales más claras de un retorno al crecimiento. Al mismo tiempo, debido a efectos de base relacionados con los precios de las materias primas, las tasas de inflación mundiales han vuelto a registrar cifras positivas. Se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

1.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Cada vez resulta más evidente que la actividad económica mundial, respaldada por los estímulos de las políticas monetarias y fiscales, y por el ciclo de las existencias, está registrando una expansión. El índice general de directores de compras (PMI, en sus siglas en inglés), que ha seguido señalando una expansión de la actividad económica mundial, aumentó hasta 53,4 en diciembre, desde el nivel de 51,7 observado en el mes anterior (véase gráfico 1). El aumento del PMI mundial en diciembre tuvo su origen, principalmente, en una recuperación en el sector manufacturero, pero el sector servicios también siguió recuperándose. El repunte de la actividad ha venido acompañado por un crecimiento sostenido del componente de nuevos pedidos del PMI, especialmente en el sector manufacturero, de lo que se deduce que este sector probablemente registrará una nueva expansión en el corto plazo.

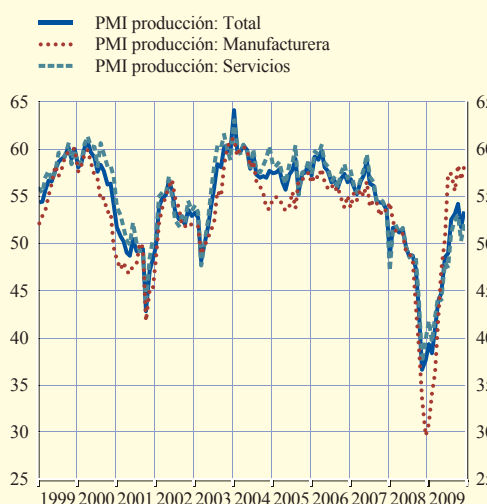
Tras mantenerse en niveles ligeramente negativos durante unos meses, debido principalmente a efectos de base relacionados con los precios de las materias primas y a la elevada capacidad productiva sin utilizar, la inflación interanual, medida por el IPC, ha vuelto a registrar, en los países de la OCDE, niveles positivos en octubre, situándose en el 1,3% en noviembre (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC fue del 1,5% en noviembre, ligeramente inferior a la registrada un mes antes. El PMI mundial de los precios de los consumos intermedios del sector manufacturero también mostró fuertes aumentos en los precios de compra en diciembre, registrando el mayor incremento observado desde agosto. Ello se debió, en parte, a las recientes subidas de los precios de las materias primas.

ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos se registró un crecimiento positivo de la actividad económica en el tercer tri-

Gráfico 1 PMI mundial, componente de producción

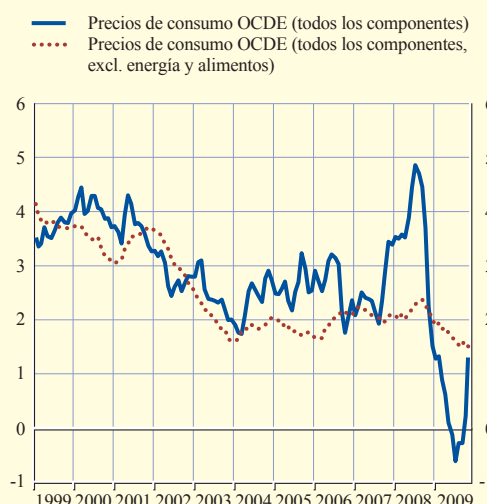
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



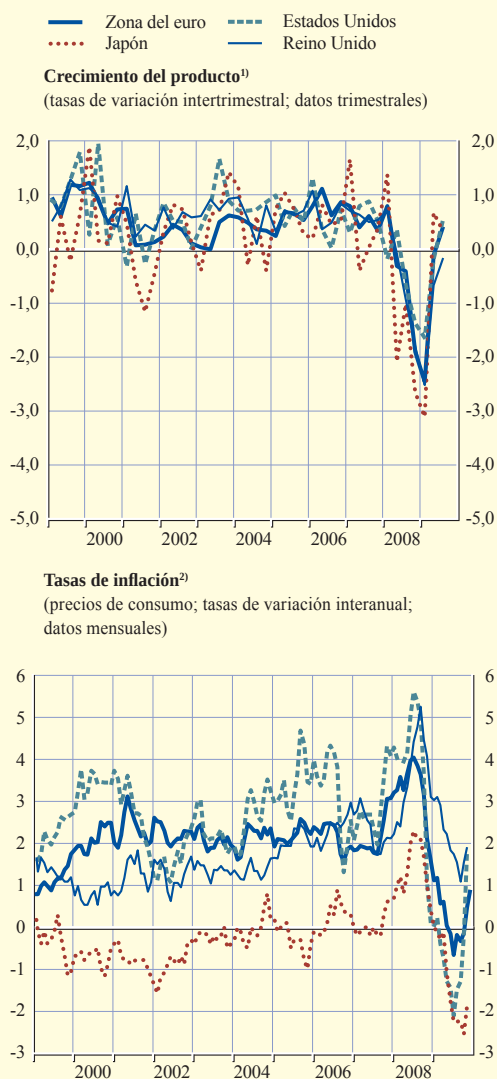
Fuente: OCDE.

mestre de 2009 al mejorar la situación de la economía. Según la tercera estimación de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real creció en dicho trimestre, ascendiendo al 2,2% en tasa anualizada, frente al 2,8% estimado anteriormente. Los principales factores determinantes de la recuperación de la actividad fueron el aumento del gasto en consumo, un fuerte repunte tanto de la inversión residencial como de las exportaciones y un ritmo menos pronunciado de la liquidación de existencias. Las medidas de estímulo aplicadas por el Gobierno respaldaron transitoriamente la demanda, especialmente en los sectores del automóvil y la vivienda. Al mismo tiempo, el crecimiento del PIB se vio atenuado por el incremento de las importaciones y el descenso de la inversión en estructuras no residenciales.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó hasta el 1,8% en noviembre de 2009, la primera variación positiva observada desde febrero de 2009. Este aumento se produjo tras una caída del 0,2% en el IPC en el año transcurrido hasta octubre (véase gráfico 3). El aumento de la inflación general estuvo determinado, en gran medida, por un incremento de los costes de la energía en noviembre, así como por efectos de base derivados de la evolución anterior de los precios energéticos. La tasa de inflación interanual, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 1,7% en noviembre.

El 16 de diciembre de 2009, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener en una banda del 0% al 0,25% el tipo de interés fijado como objetivo para los fondos federales. El Comité sigue previendo que la situación económica, incluidas las bajas tasas de utilización de los recursos, las moderadas tendencias de la inflación y la estabilidad de las perspectivas de inflación, probablemente justificará que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Asimismo, el Comité continúa aplicando medidas no convencionales para respaldar el funcionamiento de los mercados financieros y estimular la economía, aunque el ritmo de las compras de activos se está reduciendo gradualmente y se espera que la mayoría de los servicios financieros especiales orientados a la provisión de liquidez vayan en los próximos meses.

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



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

JAPÓN

En Japón, la actividad económica se está recuperando. Concretamente, la encuesta Tankan del Banco de Japón, de diciembre de 2009, indicaba que el clima empresarial ha mejorado en los últimos meses entre las grandes empresas manufactureras. Sin embargo, las perspectivas continúan siendo menos favorables en lo que respecta a los gastos de capital, ya que, al parecer, las empresas mantienen la cautela en lo que se refiere a las perspectivas a medio plazo. De acuerdo con la segunda estimación preliminar publicada por la Oficina Económica del Gobierno de Japón en diciembre, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se revisó sustancialmente a la baja, pasando del 1,2% al 0,3% para el tercer trimestre de 2009. Esta reducción reflejó principalmente una significativa revisión a la baja de la inversión empresarial y, en menor medida, de las existencias, ya que el consumo privado se revisó ligeramente al alza.

Los índices de precios siguieron descendiendo en noviembre de 2009, debido al considerable grado de capacidad productiva no utilizada. La inflación interanual se redujo un 1,9% en noviembre, tras una caída del 2,5% en octubre. Sin embargo, la contribución negativa del componente energético continuó disminuyendo. La variación interanual del IPC, excluidos la energía y los alimentos, fue de -1,0% en noviembre, frente al -1,1% registrado en octubre. En su reunión de 18 de diciembre de 2009, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo para el tipo de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En el Reino Unido la situación económica está mejorando gradualmente. El crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2009 se revisó ligeramente al alza hasta el -0,2% (desde el -0,3% previsto en la primera estimación), aunque las revisiones al alza en el sector de la construcción se han contrarrestado en parte con revisiones a la baja en los servicios. Los indicadores a corto plazo sugieren que el PIB real podría haber vuelto a registrar tasas de crecimiento positivas en el cuarto trimestre de 2009. Los precios de la vivienda subieron por quinto mes consecutivo (un 1,4% en tasa intermensual) en diciembre de 2009, aunque, no obstante, se mantuvieron ligeramente por debajo del nivel de hace un año. La inflación interanual, medida por el IAPC, resultó, en noviembre de 2009, más elevada de lo previsto por los mercados, situándose en un 1,9% en tasa interanual (frente al 1,5% de octubre). Ello refleja, en parte, la debilidad de la libra esterlina. A corto plazo, es probable que la inflación, medida por el IAPC, aumente, como consecuencia también, hasta cierto punto, de efectos de base (reducción transitoria del IVA en diciembre de 2008).

En la reunión celebrada el 9 y el 10 de diciembre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra votó por unanimidad a favor de mantener el principal tipo de interés oficial en el 0,5% y seguir aplicando la estrategia de relajación cuantitativa de adquisición de activos. Además, se introdujo una nueva medida: el Banco de Inglaterra venderá valores de renta fija privada en el marco del denominado *Corporate Bond Secondary Market Scheme*. En su reunión de 7 de enero, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra decidió mantener sin variación estas políticas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En la mayoría de los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, la situación económica también parece haberse estabilizado recientemente. En Suecia, el PIB real creció un 0,2% (en tasa intertrimestral) en el tercer trimestre de 2009, cifra ligeramente inferior al incremento del 0,3% registrado en el segundo trimestre. En Dinamarca, el producto creció un 0,6% en el tercer trimestre, tras una pronunciada caída del 2,3% en el segundo trimestre, atribuible, fundamentalmente, a factores transitorios. En diciembre de 2009, la inflación medida por el IAPC se elevó hasta el 2,8% en Suecia y hasta el 1,2% en Dinamarca. El 11 de diciembre de 2009, el Danmarks Nationalbank redujo su principal tipo de interés oficial en 0,05 puntos porcentuales, hasta el 1,2%.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental, los indicadores económicos recientes sugieren cierta mejora. En comparación con el segundo trimestre, el PIB real experimentó una contracción algo más lenta en Hungría y Rumanía en el tercer trimestre (un 1,8% y un 0,6% en tasa intertrimestral, respectivamente) y aumentó un 0,5% en Polonia y un 0,8% en la República Checa. Los indicadores de corto plazo sugieren, en general, una nueva mejora de la situación económica en la mayoría de los Estados miembros de la UE de Europa Central y Oriental. Concretamente, los indicadores relacionados con las exportaciones y el sector manufacturero han registrado una mejora significativa, mientras que los relativos a la demanda interna muestran una situación más heterogénea. En la mayoría de países, la inflación medida por el IAPC ha aumentado ligeramente en diciembre, situándose en el 0,5% en la República Checa y en el 4,7% en Rumanía (en tasa interanual). En Polonia, se mantuvo sin variación en el 3,8%. En el recuadro 1 se analiza brevemente el proceso de ajuste de los desequilibrios externos que se está llevando a cabo en esta región.

En la segunda mitad de diciembre, el Česká národní banka y el Magyar Nemzeti Bank redujeron su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 1% y el 6,25%, respectivamente. A principios de enero, la Banca Națională României adoptó una medida similar, recortando su principal tipo de interés en 50 puntos básicos, hasta el 7,5%.

Recuadro 1

AJUSTE DE LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS EN EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL

Desde finales de 2007, varios países de la UE de Europa Central y Oriental han venido registrando una corrección de los desequilibrios internos y externos, proceso que se vio exacerbado al intensificarse las turbulencias financieras mundiales. En los dos últimos años, la mayoría de los países de la región han experimentado una notable caída del PIB y de la demanda interna, que ha estimulado una rápida contracción de los abultados déficits por cuenta corriente registrados en algunos de estos países en los años anteriores. A continuación, se examina brevemente la formación y la posterior corrección de los desequilibrios externos en la región.

A medida que se integraban cada vez más en la economía mundial, la mayoría de los países de Europa Central y Oriental han experimentado un rápido proceso de convergencia, acompañado de abultados déficits por cuenta corriente. Si bien ello constituye, hasta cierto punto, una característica normal asociada a dicho proceso, varios de estos países han registrado déficits mucho mayores de lo que podría explicarse normalmente desde una perspectiva intertemporal¹. En 2007, los déficits por cuenta corriente superaron el 10% del PIB en Estonia, Lituania y Rumanía, y sobrepasaron el 20% del PIB en Bulgaria y Letonia, lo que planteó dudas respecto a su sostenibilidad a medio plazo. Estos desequilibrios externos también fueron, en general, un reflejo de los desequilibrios internos. Concretamente, en países en los que la flexibilidad del tipo de cambio es nula o limitada, los tipos de interés relativamente bajos estimularon el crecimiento del crédito interno y el recalentamiento de la economía. Por consiguiente, los déficits por cuenta corriente aumentaron como resultado del crecimiento de las importaciones estimulado por la fortaleza de la demanda interna, mientras que la competitividad de las exportaciones se vio afectada negativamente por el incremento de los costes laborales unitarios.

1 Para más información, véase M. Ca' Zorzi, A. Chudik y A. Dieppe, «Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?», *Working Paper Series*, n.º 995, BCE, 2009.

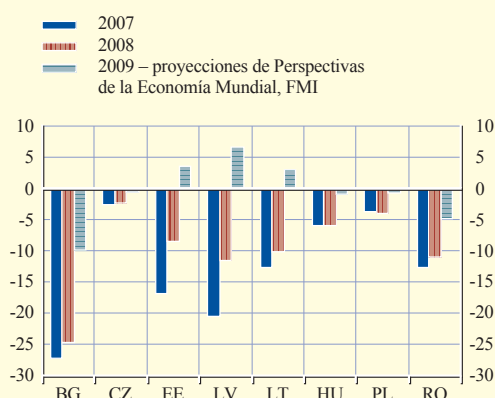
Desde finales de 2007, el déficit por cuenta corriente y de capital se ha reducido en todos estos países. En los Estados bálticos incluso se prevén superávits en 2009 (véase gráfico A)². Esta corrección de los déficits se ha producido en un contexto de notable caída de los precios de la vivienda y del crecimiento del crédito, especialmente en aquellos países que antes habían mostrado señales claras de recalentamiento. Aunque la corrección de los desequilibrios ya había comenzado antes de la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre de 2008, el aumento de la aversión al riesgo, a escala mundial, amplificó la velocidad y la magnitud del ajuste y dio lugar a una acusada contracción de la actividad económica y de la demanda interna. La caída de la actividad fue especialmente pronunciada en los Estados bálticos, debido en parte a que el tipo de cambio no podía depreciarse y, en consecuencia, no atenuó la desaceleración en estos países. Como el proceso de ajuste vino acompañado de una fuerte contracción del comercio mundial, tanto las exportaciones como las importaciones registraron una acusada caída en todos los países de la región. No obstante, en todos los países incluidos en el estudio, entre el tercer trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009, el descenso de las importaciones fue mayor que el de las exportaciones, tanto en términos nominales como reales, lo que se tradujo en una intensa contracción de los déficits por cuenta corriente (véase gráfico B).

La magnitud del ajuste total del déficit por cuenta corriente en cada uno de estos países también parece haber guardado relación con la financiación de dicho déficit antes de las turbulencias. A diferencia de los países en los que la inversión directa extranjera (IDE) representaba una gran proporción de la cuenta financiera, como la República Checa y Polonia, los países que dependían en mayor medida de las entradas de capital correspondientes a «otras inversiones», como los Estados bálticos, han experimentado, en general, una contracción más acusada de sus déficits (véase gráfico C). Las fuertes salidas netas de «otras inversiones» en estos países durante las turbulencias pueden

- 2 Obsérvese que, en el caso de algunos países, los pagos en concepto de rentas en la cuenta corriente conllevan la constitución de provisiones por parte de los bancos de titularidad extranjera que incurren en pérdidas. Excluidas estas provisiones del cálculo resultarían unas pérdidas menores por parte de dichos bancos, lo que supondría menores superávits por cuenta corriente.

Gráfico A Balanza por cuenta corriente y de capital de los países de Europa Central y Oriental

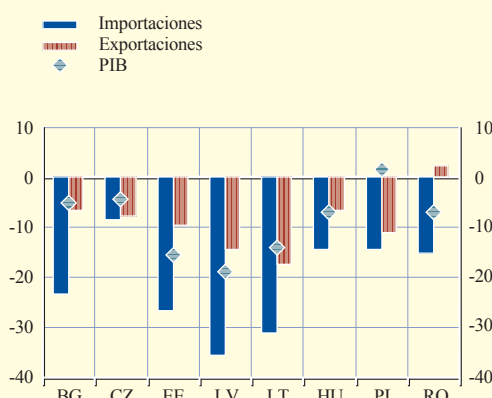
(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial, del FMI.

Gráfico B PIB, importaciones y exportaciones

(tasa de variación interanual en el tercer trimestre de 2009, a precios constantes)

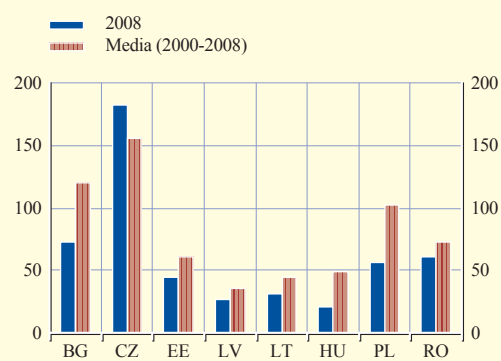


Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

atribuirse, en parte, al proceso de desapalancamiento mundial que tuvo su origen en el notable aumento de la aversión al riesgo entre los inversores y a una menor demanda de crédito, ya que algunos de esos países realizaron un ajuste en respuesta a anteriores expansiones de la demanda interna sustentadas en el crecimiento del crédito. En cuanto a los flujos de «otras inversiones», también se observan diferencias entre los países respecto a los flujos transfronterizos entre entidades de crédito. En algunos países, como Estonia, Hungría y Polonia, las filiales locales recibieron un respaldo sustancial en forma de liquidez de sus bancos matrices, que podría haber desempeñado un papel estabilizador.

Gráfico C Financiación de la cuenta corriente y de capital con IDE

(entradas netas de IDE como porcentaje del total de la cuenta corriente y de capital)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE.

En resumen, en varios países de Europa Central y Oriental, los desequilibrios externos han venido registrando un fuerte y rápido ajuste, cuya velocidad y magnitud se han visto amplificadas por los efectos de las turbulencias. La intensidad de la corrección en cada país parece haber guardado, en parte, relación con la magnitud de los desequilibrios acumulados antes de la crisis. Además, la estructura de la financiación del déficit por cuenta corriente también parece haber influido en la dinámica del ajuste, en la medida en que los países con una mayor cobertura en IDE han sido, al parecer, relativamente menos vulnerables a las turbulencias financieras mundiales.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

El repunte de las economías emergentes Asia también ha continuado, impulsado por las políticas fiscales y monetarias expansivas en curso y por el aumento de las valoraciones de los mercados activos, resultado, en parte, de la afluencia de capital extranjero. Además, los datos más recientes sobre el mercado de trabajo indican que, en varios países, la tasa de paro, que había ido en aumento desde el cuarto trimestre de 2008, ha comenzado a descender. Asimismo, el comercio exterior ha seguido recuperándose. La inflación está repuntando gradualmente en esta región, aunque las variaciones interanuales de los precios de consumo son aún bajas en la mayoría de los países, con la única excepción de India, en donde la inflación (medida por los precios al por mayor) se situó en el 4,8% en noviembre de 2009.

China siguió registrando un sólido crecimiento económico en el último trimestre de 2009. Como resultado del gran número de proyectos de infraestructura que se han puesto en marcha gracias a las medidas fiscales y de las optimistas perspectivas del sector inmobiliario, la inversión en activos fijos creció un 32% en el período comprendido entre enero y noviembre de 2009 en relación con el mismo período del año anterior. Con el crecimiento sostenido del consumo, la solidez de la demanda interna contribuyó al aumento de las importaciones, mientras que la recuperación de las exportaciones siguió siendo más moderada. Como resultado, el superávit comercial se redujo solo un tercio en 2009 en comparación con el año anterior. En noviembre, las variaciones interanuales de los precios de consumo se tornaron ligeramente positivas por primera vez desde comienzos de 2009. Si bien el volumen de préstamos todavía se situaba, a finales de noviembre, un 34% por encima del nivel registrado un año antes, las cifras mensuales más recientes indican que se ha iniciado una desaceleración del crecimiento del crédito.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica ha seguido mostrando señales de mejora en la mayoría de los países. En Brasil, la producción industrial aumentó a una tasa interanual del 5,1% en noviembre de 2009, tras una caída del 3,1% en octubre. La inflación interanual, medida por el IPC, ascendió al 4,2% en noviembre, 0,1 puntos porcentuales por encima de la cifra del mes anterior. En Argentina, la actividad económica experimentó una aceleración en noviembre, con un incremento de la producción industrial del 4%, en tasa interanual, con respecto al 1,4% de octubre. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IPC volvió a aumentar en noviembre, hasta el 7,1% desde el 6,5% del mes anterior. En México, la actividad económica siguió siendo débil, aunque se observaron algunas señales de mejora, ya que la producción industrial se contrajo un 1,7%, en tasa interanual, en noviembre, en comparación con un 5,0% en octubre. Por su parte, la inflación interanual continuó descendiendo, hasta el 3,6% en diciembre desde el 3,9% registrado en noviembre.

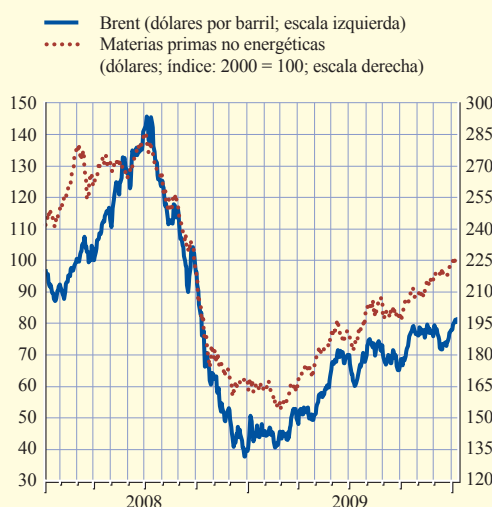
1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

A comienzos de diciembre, los precios del petróleo registraron un ligero descenso y, posteriormente, se estabilizaron. Desde la última semana de diciembre, y debido a la inusual ola de frío que ha azotado el Hemisferio Norte, los precios del crudo han repuntado. El 13 de enero de 2010, el precio del barril de Brent se situaba en 78 dólares estadounidenses, aproximadamente el doble del nivel registrado a comienzos de 2009 (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados esperan precios más altos en el medio plazo y, actualmente, los futuros con entrega en diciembre de 2011 se negocian en torno a 88 dólares estadounidenses el barril.

Analizando las variables fundamentales se observa que la demanda de petróleo en 2009 fue mucho más intensa de lo previsto a comienzos del año. La respuesta por el lado de la oferta a la mejora de la situación de la demanda ha sido un incremento de la producción de 200.000 barriles diarios en noviembre, de los que dos tercios corresponden a los países de la OPEP. De cara al futuro, la Agencia Internacional de la Energía ha seguido revisando al alza sus proyecciones de demanda de petróleo para 2010. Las proyecciones a medio plazo para el período 2010-2014 también se han revisado al alza en casi dos millones de barriles diarios en el contexto de unas perspectivas más optimistas para la economía mundial.

Los precios de las materias primas no energéticas han subido desde finales de noviembre. Los incrementos de los precios agregados de los alimentos han tenido su origen en la evolución de los precios del maíz, el trigo y el azúcar. Los precios de los metales no ferrosos han subido, de forma generalizada, en torno a un 10%-20%, como resultado de una intensa reposición de existencias, especialmente en los mercados emergentes. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, el 8 de enero de 2010, aproximadamente un 33% por encima del nivel registrado a comienzos de 2009.

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

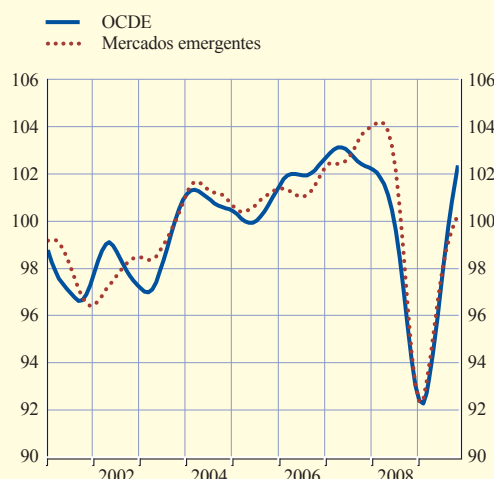
1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados apuntan a una evidencia más sólida de que las perspectivas económicas han mejorado aún más. El indicador sintético adelantado de la OCDE ha venido aumentando desde el mínimo registrado en 2009, de lo que se deduce que la actividad económica se encamina por la senda de la recuperación en la mayoría de los países avanzados de la OCDE (véase gráfico 5), así como en las principales economías emergentes. Estas perspectivas más optimistas también se ven respaldadas por el aumento sostenido del consumo y de la confianza empresarial observado en los últimos meses en la mayoría de los países de la OCDE. Además, las valoraciones de los mercados de renta variable han experimentado un significativo ascenso a escala mundial, posiblemente como consecuencia de una notable relajación de las tensiones en los mercados financieros —como se observa en el descenso de los indicadores de volatilidad en todas las categorías de activos— y de la mejora de las perspectivas de crecimiento mundial. La recuperación de la economía mundial también es un buen augurio para la evolución del comercio internacional y de la demanda exterior de la zona del euro. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la recuperación mundial, dado el carácter transitorio de algunos de los factores que sustentan la actividad económica en el corto plazo, como el ciclo de existencias y las medidas de estímulo.

Aunque las perspectivas de la economía mundial continúan sujetas a incertidumbre, los riesgos para la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por el lado positivo, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría seguir mejorando y el comercio exterior podría recuperarse con más fuerza de lo previsto. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

Gráfico 5 Indicadores sintéticos adelantados de la OCDE

(datos mensuales; ajustados a la amplitud del ciclo)



Fuente: OCDE.

Nota: El indicador de los mercados emergentes es una media ponderada del indicador sintético adelantado de Brasil, Rusia y China.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos de las IFM al sector privado fueron negativas en noviembre de 2009, tras haber descendido de manera paralela durante un período prolongado. Esta evolución respalda la valoración de que la tasa de expansión monetaria subyacente está disminuyendo y de que las presiones inflacionistas a medio plazo son reducidas. La moderación observada en M3 sigue subestimando la tasa de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuviera negativa en noviembre ocultó un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras siguió cayendo. El patrón de crecimiento de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico. El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro continuó en noviembre, impulsado principalmente por la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM.

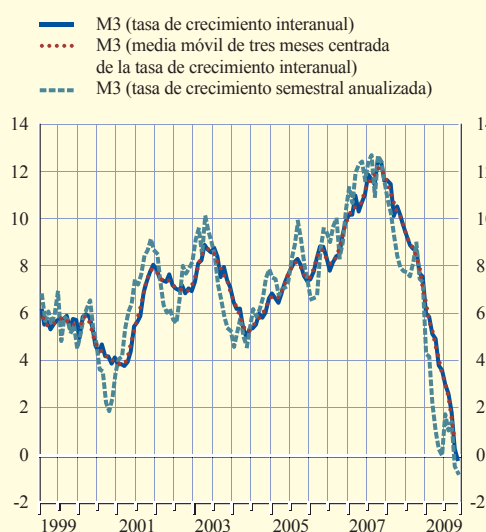
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 volvió a disminuir en noviembre de 2009 y se situó en el $-0,2\%$, frente al $0,3\%$ de octubre (véase gráfico 6), debido a que la tasa de crecimiento intermensual fue negativa por tercer mes consecutivo (el $-0,6\%$ en noviembre, tras el $-0,2\%$ de octubre y el $-0,1\%$ de septiembre). La moderación observada en la evolución monetaria sigue reflejando, en gran medida, la acusada pendiente actual de la curva de rendimientos y la recuperación observada en el mercado de valores y en otras clases de activos en los últimos meses, que propician desplazamientos desde activos monetarios hacia instrumentos menos líquidos y de mayor riesgo. (Para más información sobre el comportamiento de los inversores institucionales en la asignación de carteras, véase el recuadro 2, titulado «Nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro»). En consecuencia, la caída del crecimiento de M3 supera la disminución del crecimiento monetario subyacente. Al mismo tiempo, dada la configuración actual de los tipos de interés, el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista, en contraposición a los depósitos a corto plazo y los instrumentos negociables, se mantiene reducido. Esto ha respaldado las sustanciales entradas registradas en los depósitos a la vista en 2009, que han impulsado el crecimiento de M1 (aunque en noviembre se observó un flujo de salida de estos depósitos).

En noviembre, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado se mantuvo negativa, mientras que los flujos mensuales fueron positivos. El crecimiento interanual de los préstamos ajustado por el efecto de la eliminación de préstamos (esto es, su baja de los balances de las IFM) realizada en el contexto de las operaciones de titulización siguió disminuyendo, aunque continuó siendo ligeramente positivo. El patrón de crecimiento de los préstamos sigue sien-

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

do acorde con regularidades del ciclo económico y, en gran medida, parece reflejar un descenso de la demanda por parte de los prestatarios. Los principales activos de las IFM continuaron descendiendo en noviembre, y el proceso de desapalancamiento siguió estado impulsado, principalmente, por la reducción de posiciones de las IFM frente a otras IFM, más que por disminuciones de los préstamos otorgados al sector privado.

Recuadro 2

NUEVAS ESTADÍSTICAS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE LA ZONA DEL EURO

En esta edición del Boletín Mensual se incluyen por primera vez estadísticas armonizadas de los activos y pasivos de los fondos de inversión residentes en la zona del euro, disponibles a partir de diciembre de 2008¹. Los fondos de inversión son la categoría más importante del subsector de instituciones financieras denominado «otros intermediarios financieros, excepto empresas de seguro y fondos de pensiones» (OIF) en el SEC 95, y representan casi la mitad de los activos totales de los OIF. Junto con las empresas de seguro y los fondos de pensiones, los fondos de inversión desempeñan un destacado papel en la intermediación financiera en la zona del euro y en la interpretación de la evolución del dinero y del crédito². En este contexto, este recuadro presenta las principales características de las nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro³, considera el uso potencial de estas estadísticas para el análisis monetario y financiero, y destaca algunos aspectos observados en la nueva información⁴.

Principales características de las nuevas estadísticas de fondos de inversión de la zona del euro

La información sobre fondos de inversión de la zona del euro publicados trimestralmente por el BCE desde 2003 hasta octubre de 2009 no estaba armonizada y, en parte, eran estimaciones. En cambio, las estadísticas disponibles ahora tienen las siguientes características: (i) conceptos armonizados que cumplen normas estadísticas internacionales como el SEC 95 y que aseguran un grado elevado de comparabilidad; (ii) cobertura completa de los países de la zona del euro; (iii) información sobre operaciones durante el período de referencia (además de la información disponible anteriormente sobre saldos vivos a fin de período); (iv) información más detallada de los activos y los pasivos (por ejemplo, desglose por ubicación geográfica y por sector de los emisores de valores distintos de acciones y acciones y participaciones mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro, y detalle por ubicación geográfica de los tenedores de participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro); (v) nuevos desgloses del sector fondos de inversión, que ahora también proporcionan detalles de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y de los fondos de capital variable/fijo (*open/closed-end funds*); (vi) la publicación de información clave con periodicidad mensual y de información trimestral más detallada, y (vii) la publicación de información con menor desfase res-

1 Véanse los apartados 2.9 y 2.10 de la sección «Estadísticas de la zona del euro».

2 Véase «The role of other financial intermediaries in money and credit developments in the euro area», Documento Ocasional n.º 75 del BCE, octubre 2007.

3 La nota de prensa mensual del BCE sobre estadísticas de fondos de inversión también incluye nueva información sobre los fondos del mercado monetario de la zona del euro, que se analizan en el contexto de las estadísticas de balances de las IFM dado su carácter monetario, y no se consideran con más detalle en este recuadro.

4 Los datos más recientes sobre fondos de inversión pueden descargarse de la Statistical Data Warehouse del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=17066>). Puede obtenerse información adicional sobre las estadísticas de fondos de inversión, junto con las correspondientes notas explicativas, en la página «Euro area investment fund statistics» de la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/funds/html/index.en.html>).

pecto a la fecha de referencia de los datos (siete semanas después del período de referencia, en lugar de quince).

La utilización de las estadísticas de fondos de inversión para el análisis monetario y financiero

La disponibilidad de información detallada y más actualizada sobre los fondos de inversión puede mejorar en varios aspectos el análisis monetario y financiero que realiza el BCE.

En primer lugar, los fondos de inversión son intermediarios financieros que gestionan fondos por cuenta de otros inversores. En consecuencia, el lado del pasivo de las estadísticas de los balances de los fondos de inversión proporciona información importante sobre el comportamiento de los sectores residente y no residente que mantienen participaciones en estos fondos. Por ejemplo, el detalle de las adquisiciones de participaciones en fondos de inversión según la política de inversión puede ofrecer indicaciones sobre los cambios registrados en la confianza y en la tolerancia al riesgo de los inversores. En particular, puede ayudar a identificar y a cuantificar los desplazamientos de cartera entre activos monetarios y otras clases de activos que están determinados por factores distintos de las variaciones de la rentabilidad relativa de esos activos. Además, los cambios en el valor de los activos que mantienen los fondos de inversión se transmiten a través de la valoración de sus participaciones al patrimonio neto de los hogares, de las sociedades no financieras, de las empresas de seguro y de los fondos de pensiones, y posteriormente pueden tener consecuencias para el nivel de actividad económica y financiera. Por otra parte, la estructura de los activos financieros que mantienen los fondos de inversión facilita información sobre los riesgos financieros asumidos indirectamente por los inversores a través de sus participaciones en estos fondos.

En segundo lugar, los fondos de inversión son importantes inversores institucionales y, en consecuencia, influyen en la evolución de los mercados de capitales, lo que se desprende del lado del activo de su balance agregado, y lo hacen de la siguiente manera: (a) canalizando fondos a otros sectores —principalmente a las IFM, las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas— mediante la adquisición de acciones y participaciones y de valores distintos de acciones emitidos por estos sectores, causando con ello un impacto sobre el volumen de financiación disponible; y (b) influyendo en los precios en los mercados de capitales. Por tanto, los fondos de inversión desempeñan un destacado papel ayudando a financiar las actividades y el gasto de diversos sectores institucionales, al tiempo que también influyen en el precio que estos sectores deben pagar por la financiación externa.

Algunas características del sector de fondos de inversión de la zona del euro

El saldo total de los activos de los fondos de inversión de la zona del euro ascendía a 5.150 mm de euros al final del tercer trimestre de 2009. Considerando tanto las cuentas de la zona del euro como las nuevas estadísticas de fondos de inversión, estos fondos representaban alrededor del 10% de los activos que mantenía el sector de instituciones financieras de la zona del euro en el segundo trimestre de ese año (el período más reciente para el que se dispone de datos de las cuentas de la zona del euro). En comparación, el balance agregado (no consolidado) de las IFM de la zona del euro representaba el 68% de dichos activos en ese mismo trimestre.

En el caso de los fondos de inversión de la zona del euro, los cambios registrados en el saldo vivo de las participaciones emitidas en los tres últimos años han estado impulsados en mayor medida por variaciones de los precios que por operaciones (véase gráfico A), a diferencia de lo observado en el

sector de IFM, donde la variación de saldos es resultado, fundamentalmente, de operaciones. Esta diferencia puede explicarse principalmente por el hecho de que las carteras de activos de las IFM están dominadas por los préstamos (registrados por el valor nominal), mientras que las de los fondos de inversión están compuestas, en su mayor parte, por valores (valorados a precios de mercado). Al mismo tiempo, la elevada emisión neta observada en el caso de las participaciones en el segundo y tercer trimestres de 2009 —cuyos ingresos se invirtieron principalmente en valores distintos de acciones (en el segundo trimestre de 2009) y en acciones y otras participaciones (en el tercer trimestre de 2009)— apuntan a una recuperación del sector de fondos de inversión (una indicación que se ve respaldada por los datos mensuales disponibles hasta octubre de 2009 inclusive). Esta recuperación se produce tras un prolongado período de contracción en la emisión de participaciones en fondos de inversión entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2009, y es acorde con la mejora de la confianza en los mercados y la acusada pendiente de la curva de rendimientos observada en los últimos trimestres, que han propiciado desplazamientos desde activos monetarios más seguros y líquidos hacia otros a más largo plazo y de mayor riesgo⁵.

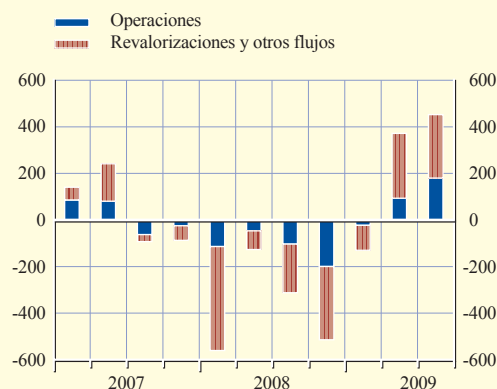
El detalle de participaciones emitidas por los fondos según su política de inversión muestra que los fondos de renta fija, los de renta variable y los mixtos representaban un total del 85% del saldo de participaciones emitidas por los fondos de inversión en el tercer trimestre de 2009 (véase gráfico B)⁶. Los fondos de renta fija fueron los más importantes, seguidos de cerca por los fondos de renta variable, representando alrededor del 30% del total de participaciones en fondos de inversión. Los fondos mixtos suponían aproximadamente el 25%, mientras que los fondos de inversión libre solo el 2% del total de participaciones en fondos de inversión. Se ha de observar que incluso si un gestor de fondos de inversión libre opera desde la zona del euro, el fondo no está incluido en las estadísticas del BCE si está domiciliado fuera de la zona, algo que tiende a ser el caso en este sec-

5 No obstante, se ha de observar que estas elevadas entradas netas incluyen importantes adquisiciones de participaciones en fondos de inversión por parte de dos fondos de pensiones de los Países Bajos. En junio de 2009 se realizaron adquisiciones por importe de unos 70 mm de euros, y en julio de ese año por importe superior a 97 mm de euros. Estas adquisiciones representaron tres cuartas partes y la mitad de las entradas netas registradas en la zona del euro en el segundo y tercer trimestres de 2009, respectivamente.

6 Las definiciones de las distintas clases de fondos de inversión pueden consultarse en la Orientación BCE/2007/9 sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros (refundición).

Gráfico A Variaciones del saldo vivo de las participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro

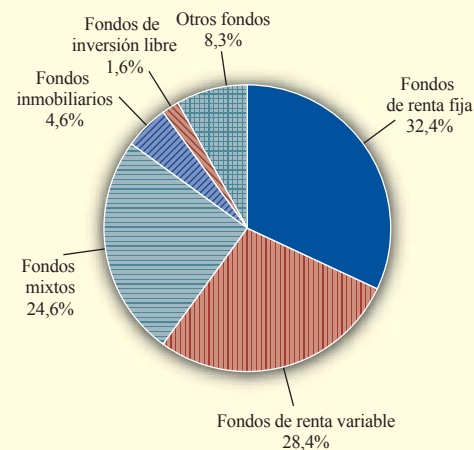
(mm de euros; datos trimestrales sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

Gráfico B Participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro según su política de inversión

(datos a fin del tercer trimestre de 2009; saldos vivos)



Fuente: BCE.

tor. En general, esto sugiere que la inversión en fondos de inversión de la zona del euro estuvo dividida a partes iguales entre las principales clases de fondos en el tercer trimestre de 2009. Sin embargo, estas cuotas relativas pueden cambiar con el tiempo, ya que dependen en gran medida de la evolución de los precios de los activos y de la demanda de los inversores de distintos tipos de fondo de inversión. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2009, la proporción de fondos de renta variable en el total de participaciones en fondos de inversión era 5 puntos porcentuales superior a la registrada en el primer trimestre de ese año.

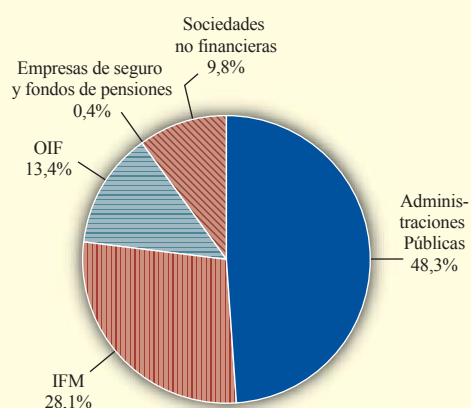
En cuanto a los principales activos de los fondos de inversión de la zona del euro, éstos mantenían acciones y otras participaciones (incluidas participaciones emitidas por fondos de inversión y por fondos del mercado monetario) por importe de 2.224 mm de euros y valores distintos de acciones por valor de 1.998 mm de euros al final del tercer trimestre de 2009. Esto sugiere que, en líneas generales, los tenedores de participaciones emitidas por fondos de inversión de la zona del euro están tan expuestos a variaciones en los precios de las acciones como a variaciones en el rendimiento de los bonos.

La mayor parte de los valores distintos de acciones (aproximadamente el 70%) y de las acciones y otras participaciones (alrededor del 60%) mantenidos por los fondos de inversión fueron emitidos en la zona del euro. De los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona, casi la mitad correspondió a deuda pública y cerca de un tercio a bonos bancarios, mientras que los bonos emitidos por OIF y por las sociedades no financieras representaron en torno al 10% cada uno (véase gráfico C). En cuanto a las acciones y otras participaciones emitidas por residentes en la zona del euro, la mayoría fueron emitidas por otros fondos de inversión o por sociedades no financieras de la zona, con un porcentaje de aproximadamente el 40% en ambos casos (véase gráfico D). El resto correspondió principalmente a las IFM (con una cuota del 14%).

De acuerdo con las cuentas de la zona del euro y las nuevas estadísticas de fondos de inversión, estos fondos mantenían aproximadamente el 10% y el 15% del saldo vivo total de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM y por las sociedades no financieras, respectivamente, en el segundo trimestre

Gráfico C Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro y mantenidos por los fondos de inversión, detalle por sector emisor

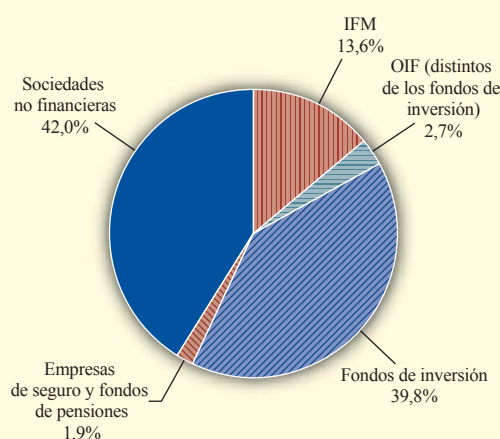
(datos a fin del tercer trimestre de 2009; saldos vivos)



Fuente: BCE.

Gráfico D Acciones y otras participaciones emitidas por residentes en la zona del euro y mantenidos por los fondos de inversión, detalle por sector emisor

(datos a fin del tercer trimestre de 2009; saldos vivos)



Fuente: BCE.

de 2009. También mantenían alrededor del 15% del total de acciones cotizadas emitidas por cada uno de estos sectores. Esto demuestra que los fondos de inversión desempeñan un papel relativamente importante en la aportación de financiación a las entidades de crédito y a las sociedades no financieras.

En general, estos nuevos datos mejoran significativamente el marco estadístico de la zona del euro en lo que respecta a los intermediarios financieros distintos de las IFM y son un importante complemento a las estadísticas de las IFM. En concreto, permiten realizar un análisis más detallado de los cambios en el comportamiento de los inversores y de la asignación de las carteras de los fondos de inversión. También se está trabajando en la mejora de las estadísticas relativas a las sociedades instrumentales que realizan operaciones de titulización (que también son parte del sector OIF) y al sector de empresas de seguro y fondos de pensiones.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El nuevo descenso observado en el crecimiento interanual de M3 se debió a que las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (es decir, M2-M1) y de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) continuaron disminuyendo, mientras que la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero aumento. En términos de flujos mensuales, en noviembre se registraron salidas en los principales subagregados. Aunque en el caso de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y de los instrumentos negociables esta evolución constituyó la continuación de tendencias anteriores, en el de M1 siguió a una serie de entradas considerables.

Pese a las salidas mensuales mencionadas, la tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un aumento y se situó en el 12,6% en noviembre, desde el 11,8% del mes anterior, como consecuencia de efectos de base (véase cuadro 1). Las citadas salidas ocultaron flujos de entrada relativamente considerables de efectivo en circulación, que se vieron sobradamente compensados por las elevadas salidas que

Cuadro 1 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					
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Oct	2009 Nov
M1	47,8	2,7	5,3	8,0	12,3	11,8	12,6
Efectivo en circulación	8,1	12,4	13,6	13,2	12,8	6,5	6,8
Depósitos a la vista	39,7	0,8	3,7	7,0	12,2	12,9	13,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,7	15,8	9,3	3,0	-3,1	-7,2	-8,6
Depósitos a plazo hasta dos años	20,5	29,0	13,0	-0,7	-13,1	-21,6	-23,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,2	-0,5	4,5	8,6	12,8	16,2	16,3
M2	87,5	8,9	7,3	5,5	4,5	2,3	1,9
M3 - M2 (= marketable instruments)	12,5	4,2	-0,7	-2,5	-7,5	-11,8	-12,9
M3	100,0	8,2	6,1	4,4	2,8	0,3	-0,2
Crédito a residentes en la zona del euro		7,4	5,9	4,3	3,3	2,9	2,5
Crédito a las Administraciones Públicas		1,7	5,6	8,4	11,5	15,2	13,3
Préstamos a las Administraciones Públicas		2,9	2,3	1,5	2,7	3,6	3,4
Crédito al sector privado		8,6	5,9	3,5	1,6	0,5	0,4
Préstamos al sector privado		7,3	4,6	2,1	0,4	-0,8	-0,7
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		8,4	6,1	3,6	1,6	0,3	0,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		1,1	1,7	2,7	3,6	6,3	6,9

Fuente: BCE.

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

se observaron en los depósitos a la vista (lo que posiblemente refleje un cambio de sentido en lo que respecta a los fondos aparcados en este instrumento en 2009).

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista disminuyó de nuevo y se situó en el $-8,6\%$ en noviembre, frente al $-7,2\%$ de octubre, como consecuencia de las salidas que volvieron a registrarse en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), de las que una parte siguió dirigiéndose hacia los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). La evolución de los distintos tipos de depósitos a corto plazo es acorde con los tipos de interés relativos a los que se remuneran estos instrumentos. A este respecto, el hecho de que, actualmente, los depósitos de ahorro a corto plazo estén mejor remunerados que los depósitos a corto plazo puede explicar los persistentes flujos de entrada observados en los primeros. El coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista sigue siendo reducido, un factor que continúa proporcionando incentivos para colocar fondos en este instrumento, aunque en noviembre se registró un flujo de salida.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables descendió de nuevo y se situó en el $-12,9\%$ en noviembre, frente al $-11,8\%$ de octubre. La salida más abultada se registró en las participaciones en fondos del mercado monetario. De igual modo, el sector tenedor de dinero siguió reduciendo sus tenencias de valores distintos de acciones hasta dos años de las IFM, aunque a un ritmo más lento que en el mes precedente.

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 grupo más amplio de activos monetarios para el que se dispone de un detalle por sectores, siguió cayendo en noviembre, mes en que se situó en el 1% , desde el $1,4\%$ de octubre. Esta tasa oculta una evolución heterogénea de los diversos sectores: la contribución de los hogares continuó disminuyendo, pese a seguir siendo superior a la tasa de crecimiento interanual del total de depósitos de M3, mientras que la contribución ligeramente positiva de las sociedades no financieras siguió incrementándose. El descenso observado en los depósitos de los hogares es coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con el desplazamiento de fondos hacia activos a más largo plazo. Al mismo tiempo, la sostenida acumulación de liquidez observada en el caso de las sociedades no financieras es acorde con la circunstancia de que las empresas están procediendo a reponer sus reservas de liquidez tras la crisis, así como con la mejora que suele producirse en los flujos de caja de las empresas en una fase temprana de una recuperación económica.

PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual del crédito total concedido por las IFM a residentes en la zona del euro fue del $2,5\%$ en noviembre, frente al $2,9\%$ de octubre (véase cuadro 1), como consecuencia, principalmente, del descenso de la tasa de crecimiento interanual del crédito a las Administraciones Públicas (aunque desde una tasa muy elevada). Esta caída estuvo determinada por su principal componente, la deuda pública, y es la primera disminución desde la intensificación de las turbulencias financieras. La tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado prácticamente no experimentó variaciones, y en noviembre se registró un flujo mensual positivo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM al sector privado, el principal componente del crédito al citado sector, se situó en el $-0,7\%$ en noviembre, frente al $-0,8\%$ del mes anterior, poniendo fin a una serie de descensos que comenzaron en diciembre de 2007. No obstante, la tasa de crecimiento interanual ajustada por el impacto de la baja del balance de préstamos en el contexto de las operaciones de titulización fuera de balance o real siguió cayendo y fue del $0,1\%$ en noviembre, en

comparación con el 0,3% de octubre, aunque, el flujo ajustado registrado en noviembre fue positivo. Las operaciones de titulización han sido limitadas en los últimos meses, lo que ha dado lugar a que se reduzca la diferencia entre la serie sin ajustar y la serie ajustada (con una diferencia de 0,8 puntos porcentuales en noviembre, frente a 1,1 puntos porcentuales en octubre). De cara al futuro, se espera que la diferencia entre las dos series siga disminuyendo considerablemente cuando los elevados flujos de titulización observados en el pasado (especialmente en diciembre de 2008) desaparezcan del cálculo de la tasa de crecimiento interanual. Esta moderación observada en las titulizaciones retenidas podría ser atribuible a la disminución de la demanda de liquidez del banco central por parte de las entidades de crédito, resultante de las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año realizadas por el Eurosistema.

El crecimiento interanual de los préstamos al sector privado ocultó una evolución heterogénea de los diversos sectores, ya que el aumento observado en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares compensó con creces el nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (véase cuadro 2). Aunque la tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras continuó disminuyendo en noviembre (mes en que se situó en el -1,9%, frente al -1,2% de octubre), el volumen de salidas registradas en noviembre fue la mitad que el de octubre. Estos flujos negativos siguieron teniendo su origen, fundamentalmente, en las considerables salidas observadas en los préstamos hasta un año (que fueron ligeramente inferiores en el caso de los préstamos de uno a cinco años), reflejando las menores necesidades de financiación de capital circulante a corto plazo. En cambio, los flujos de préstamos a más de cinco años se mantuvieron positivos e incluso volvieron a aumentar ligeramente en noviembre. Esta combinación de evolución moderada de los préstamos a corto plazo y de persistentes flujos positivos en el caso de los préstamos con plazos de vencimiento más largos podría reflejar, en cierta medida, el hecho de que las empresas estén optando por los préstamos a largo plazo con el fin de asegurarse los reducidos niveles de los tipos de interés a largo plazo. Por otra parte, la disminución de los diferenciales entre los tipos de interés de mercado y los aplicados a los préstamos bancarios han hecho que a las empresas, especialmente las grandes empresas, les resulte más atractivo obtener financiación en los mercados.

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje del total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Oct	2009 Nov
Sociedades no financieras	43,9	11,3	8,1	4,6	1,1	-1,2	-1,9
Hasta un año	25,7	9,0	4,0	-2,6	-8,7	-11,7	-12,1
De uno a cinco años	19,9	16,0	12,4	9,8	4,7	0,9	-1,2
Más de cinco años	54,4	10,8	8,8	6,8	5,3	3,8	3,6
Hogares ²⁾	45,9	2,8	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,5
Crédito al consumo ³⁾	12,8	3,1	1,2	-0,4	-1,0	-1,3	-1,0
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,5	2,9	0,7	-0,2	-0,3	-0,2	0,3
Otras finalidades	15,7	2,2	1,7	1,5	1,4	1,6	2,5
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-6,7	-6,2	-2,9	-5,4	-11,9	-13,4
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,4	14,3	7,9	1,3	-0,0	-1,4	0,3

Fuente: BCE.

Notas: 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) Según la definición del SEC 95.

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

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se tornó positiva en noviembre (mes en que se situó en el 0,5%, desde el -0,1% de octubre), tras permanecer cuatro meses en niveles negativos. Este aumento reflejó las entradas registradas en noviembre, que supusieron la continuación de la serie de flujos mensuales positivos observados desde mayo de 2009, y el hecho de que los cuantiosos flujos negativos de noviembre de 2008 asociados a las numerosas operaciones de titulización desaparecieron del cálculo de la tasa de crecimiento interanual. La evolución de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares estuvo de nuevo impulsada por la tasa correspondiente a los préstamos para adquisición de vivienda, que se incrementó hasta el 0,3% en noviembre, desde el -0,2% de octubre, aunque la tasa de crecimiento interanual de otros préstamos también experimentó un aumento considerable en noviembre. Aunque la recuperación de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares parece bastante más limitada si se tiene en cuenta la distorsión introducida por las operaciones de titulización realizadas anteriormente, los datos más recientes respaldan la valoración de que el impulso a la baja de los préstamos a los hogares se ha estabilizado en los últimos meses.

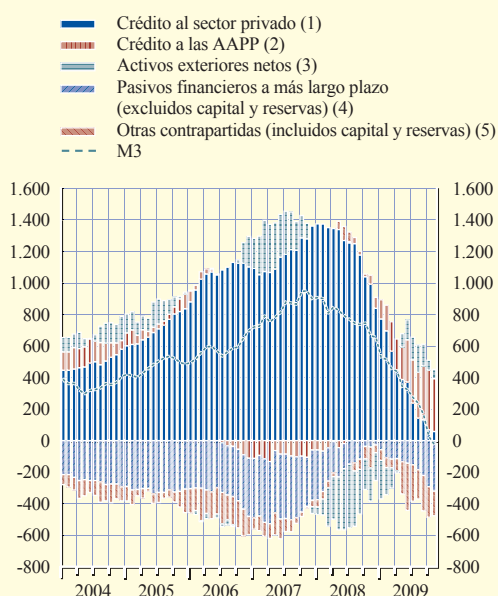
En general, el patrón de la evolución de los préstamos por sectores sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a mejorar en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica¹. Por tanto, es probable que el endeudamiento de las empresas continúe siendo moderado durante algún tiempo, especialmente en un entorno que sigue estando caracterizado por una incertidumbre considerable en torno a las perspectivas económicas futuras.

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó de nuevo en noviembre y se situó en el 6,9%, desde el 6,3% de octubre, continuando con la tendencia positiva observada desde principios de 2009. Este nuevo incremento se debió a las entradas mensuales registradas en los depósitos a más de dos años, que atrajeron al menos parte de los fondos procedentes de los depósitos a corto plazo, y en los valores distintos de acciones a más de dos años de las IFM, como consecuencia de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. Las entidades de crédito continuaron atrayendo financiación a más largo plazo, especialmente en forma de depósitos a largo plazo de los hogares. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas volvió a disminuir en noviembre y fue del 6,9%, frente al 7,3% de octubre.

Por último, las entradas interanuales en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM ascendieron a 58 mm de euros en noviembre, con respecto a 62 mm de euros en octubre (véase gráfico 7). Este descenso tuvo su origen,

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

Nota: M3 figura sólo 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.

¹ Véase el recuadro 1, titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009.

principalmente, en una salida neta mensual reducida (2 mm de euros), mientras que los activos y pasivos exteriores aumentaron en importes similares.

En resumen, el hecho de que el crecimiento de M3 y el de los préstamos al sector privado hayan descendido de manera paralela durante un período prolongado y de que ambos se situaran en niveles negativos en noviembre respalda la valoración de que la tasa de crecimiento monetario subyacente está disminuyendo y que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son reducidas. No obstante, el crecimiento monetario sigue infravalorando la tasa de crecimiento monetario subyacente debido al fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. Pese a los flujos mensuales positivos registrados en noviembre, desde una perspectiva a más largo plazo, los préstamos al sector privado se mantienen en niveles contenidos, como consecuencia de la moderada actividad económica y de la incertidumbre existente en torno a la evolución futura. El proceso de desapalancamiento de las IFM de la zona del euro, que se había interrumpido temporalmente en verano de 2009, se reanudó posteriormente, impulsado, principalmente, por la reducción de sus posiciones frente a otras IFM.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En general, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones muestra signos de estabilización en un nivel elevado, reduciéndose hasta situarse en el 11% en octubre de 2009. En 2009, la emisión de valores distintos de acciones a más largo plazo se benefició de las favorables condiciones en los mercados. En el sector de sociedades no financieras, el dinamismo de la emisión de valores mantuvo su fuerza en octubre, impulsado principalmente por la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo. Es probable que esta tendencia positiva observada en este sector refleje, en cierta medida, la sustitución de la financiación bancaria por la financiación en los mercados, respaldada por la rápida disminución del coste de los valores de renta fija con posterioridad al primer trimestre de 2009.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro se redujo hasta situarse en el 11% en octubre de 2009, frente al 12% del mes anterior (véase cuadro 3), lo que indica que el crecimiento de la emisión de este tipo de valores se ha estabilizado en un nivel elevado. Esto también se refleja en la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de estos valores, que ha estado apuntando a una leve moderación del intenso crecimiento general de la emisión de valores en los últimos meses (véase gráfico 8). No obstante, la cifra total oculta ciertas diferencias en los distintos plazos de vencimiento y en los diferentes emisores, con predominio de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, debido a las favorables condiciones de financiación a largo plazo.

En cuanto a los plazos de vencimiento, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo cayó hasta situarse en el 5,1% en octubre, desde el 15,8% del mes anterior. Al mismo tiempo, el crecimiento de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo aumentó ligeramente, hasta el 11,7%. Estos valores pueden dividirse en valores a tipo de interés variable y valores a tipo de interés fijo. En los últimos meses ha continuado la tendencia positiva en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo, con una tasa de crecimiento interanual que aumentó desde el 5,4% de principios de año hasta el 12,7% en octubre de 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés variable siguió descendiendo y fue del 9,6%.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2009 Octubre	Tasas de crecimiento interanual ¹⁾					
		2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 Septiembre	2009 Octubre
Valores distintos de acciones	14.183	7,7	10,6	12,0	11,5	12,0	11,0
IFM	5.382	5,7	5,9	5,9	4,1	4,2	3,1
Instituciones financieras no monetarias	2.151	23,5	30,8	32,5	28,7	27,1	26,1
Sociedades no financieras	793	5,2	7,8	10,3	13,3	15,3	16,2
Administraciones Públicas	5.857	5,6	9,6	12,1	13,4	14,5	13,2
De las cuales:							
Administración Central	5.493	5,7	9,9	12,3	13,7	14,8	13,4
Otras Administraciones Públicas	363	3,0	6,0	9,6	9,5	10,6	10,4
Acciones cotizadas:	4.086	0,8	1,2	1,9	2,7	2,8	2,7
IFM	568	4,9	7,2	8,7	9,4	8,4	9,0
Instituciones financieras no monetarias	322	2,6	3,1	3,4	3,8	3,6	0,8
Sociedades no financieras	3.195	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,9	1,9

Fuente: BCE.

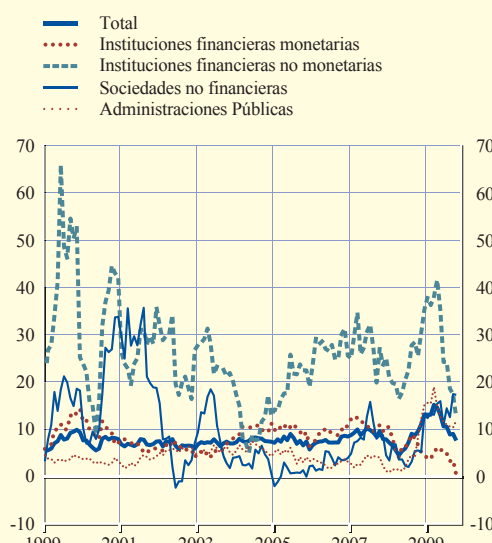
1) Para más información, véanse las notas técnicas relativas a las secciones 4.3 y 4.4 de las «Estadísticas de la zona del euro».

Por lo que respecta a la emisión por sectores, el ritmo de emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras continuó siendo muy intenso, con una tasa de crecimiento interanual del 16,2% en octubre de 2009. Desde principios de 2009, el repunte de la emisión neta por parte de este sector ha estado impulsado por los valores distintos de acciones a largo plazo, especialmente a tipo de interés fijo, que aumentaron a una tasa interanual del 25,2% en octubre de 2009. En cambio, ese mismo mes, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo se redujo de manera acusada, a una tasa interanual del 29%. Actualmente, las empresas de la zona del euro están aprovechando el significativo descenso del coste relativo de la financiación mediante valores de renta fija observado con posterioridad al primer trimestre de 2009, con el fin de asegurarse la financiación a largo plazo, con unos diferenciales de los valores de renta fija privada que actualmente se sitúan por debajo de los niveles registrados justo antes de la intensificación de la crisis financiera en septiembre de 2008. Al mismo tiempo, el dinamismo patente en la emisión de valores distintos de acciones también podría deberse, en parte, al endurecimiento de las condiciones aplicadas para la obtención de préstamos bancarios.

En cuanto al sector financiero, el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM volvió a disminuir y se situó en el 3,1% en octubre, desde el 4,2% de septiembre. Este descenso estuvo determinado por la rápida caída de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que fue del -8,4% en octubre, mientras que

Gráfico 8 Detalle por sectores de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

el crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se estabilizó en una tasa en torno al 5%.

De igual modo, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias disminuyó hasta el 26,1% en octubre de 2009, como consecuencia de la fuerte contracción de la emisión de valores a corto plazo. Las emisiones de las instituciones financieras no monetarias, al igual que las de otros emisores, siguieron centrándose en los valores a más largo plazo.

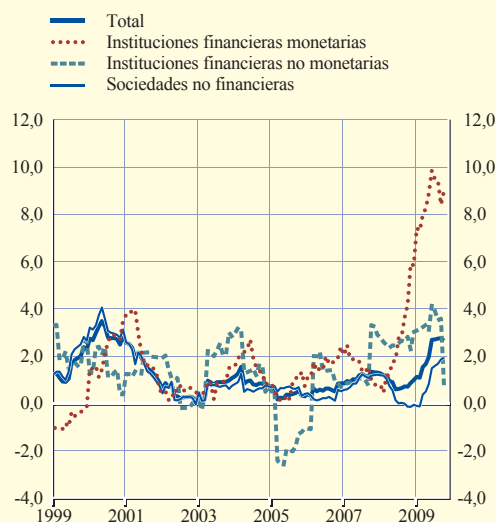
Por último, el crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo en niveles elevados en octubre de 2009, mes en que se situó en el 13,4%, pero se redujo con respecto al mes precedente. El acusado descenso de la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo se vio compensado, en parte, con el aumento de la tasa correspondiente a los valores a largo plazo. El fuerte impulso observado en la emisión de deuda pública se debe a las persistentes y sustanciales necesidades de financiación del sector público de la zona del euro.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro no se modificó y fue del 2,7% en octubre de 2009 (véase gráfico 9). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM se mantuvo elevada, en el 9,5%, reflejando los continuados esfuerzos de muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances incrementando sus bases de capital. Otro rasgo reseñable fue el aumento de la tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras, que se situó en el 1,9% en octubre de 2009, posiblemente impulsada por el aumento de la confianza y por la positiva evolución de los mercados bursátiles en los últimos meses.

Gráfico 9 Detalle por sectores de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

La pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente en diciembre de 2009 y principios de enero de 2010, como consecuencia del moderado descenso de los tipos de interés a corto plazo. Esta evolución se debió a que las condiciones de liquidez se mantuvieron holgadas en la zona del euro, especialmente tras la adjudicación, el 16 de diciembre de 2009, de la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año. Esa operación se realizó aplicando un procedimiento de subasta con adjudicación plena a un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación durante la vida de la operación. El Eurosistema también continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron estables, en general, en diciembre de 2009 y principios de enero de 2010. El 13 de enero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,44%, el 0,68%, el 0,98% y el 1,24%, respectivamente. Los tipos EURIBOR a tres meses y a un mes se situaron en niveles ligeramente inferiores a los observados el 2 de diciembre, tras haber descendido 4 puntos básicos en ambos casos, mientras que los tipos EURIBOR a seis meses y a doce meses prácticamente no se modificaron. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario aumentó ligeramente, con un diferencial de 80 puntos básicos entre los tipos EURIBOR a doce meses y a un mes el 13 de enero, 4 puntos básicos por encima del nivel registrado el 2 de diciembre (véase gráfico 10).

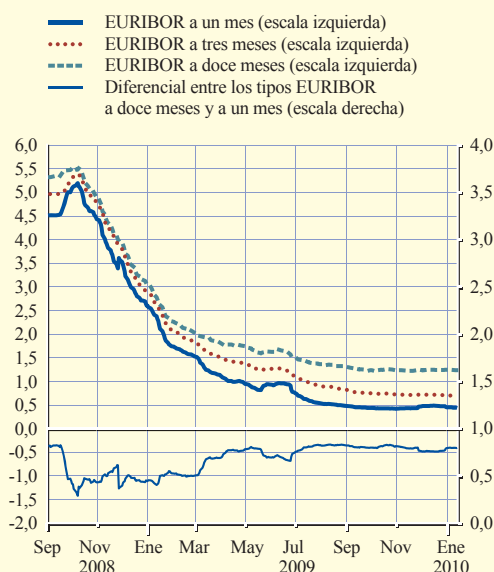
Entre el 2 de diciembre de 2009 y el 13 de enero de 2010, en el segmento a tres meses, el tipo de interés del mercado monetario con garantías obtenido del índice del EONIA *swap* experimentó un descenso más acusado que el EURIBOR al mismo plazo, lo que se tradujo en un incremento de 3 puntos básicos del diferencial entre los tipos sin garantías y los tipos con garantías. Este diferencial se situó en 31 puntos básicos el 13 de enero, en comparación con 28 puntos básicos el 2 de diciembre.

El 13 de enero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2010 cayeron hasta situarse en el 0,700%, el 0,980%, el 1,300% y el 1,595%, respectivamente. Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en el primer semestre del año (que eran 17 y 19 puntos básicos inferiores a los niveles del 2 de diciembre), experimentaron un descenso más acusado que los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en el segundo semestre (16 y 14 puntos básicos menos).

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en diciembre y principios de enero, y se mantuvo

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



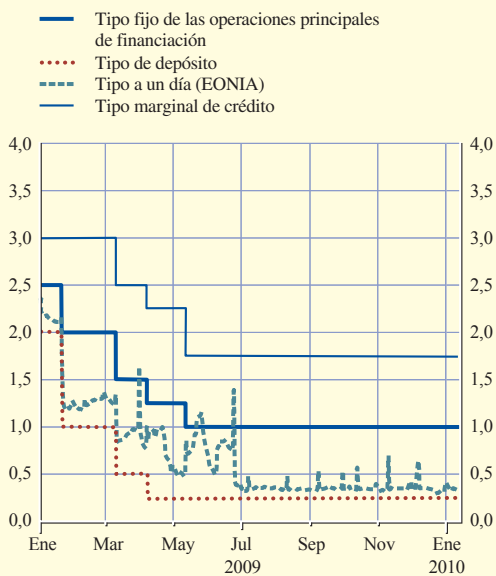
Fuentes: BCE y Reuters.

aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción de los días 7, 30 y 31 de diciembre. El día 7, último día del undécimo período de mantenimiento del año, el EONIA se incrementó hasta situarse en el 0,64%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 129,7 mm de euros, con un tipo máximo del 1%, un tipo marginal del 0,76% y un tipo medio ponderado del 0,74%. Los dos últimos días de diciembre, el EONIA ascendió temporalmente hasta el 0,41%, como consecuencia de los efectos de fin de año, y el 13 de enero se situaba en el 0,33%.

Después de que el volumen de las operaciones de mercado abierto vivas descendiera de manera constante hasta situarse en 651 mm de euros en la primera mitad de diciembre, aumentó hasta 776 mm de euros al final del año, como consecuencia de la liquidación de la última operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con ven-

Gráfico 11 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

miento a un año el 17 de diciembre y de la operación principal de financiación por un volumen más elevado que cubría el final del año. La liquidez proporcionada en las demás operaciones, especialmente en las OFPML, disminuyó en diciembre, ya que las entidades de contrapartida redujeron su demanda con anterioridad a la OFPML a un año. En general, el plazo medio de las operaciones de liquidez se mantuvo invariable, y el 13 de enero, las operaciones principales de financiación representaban alrededor del 8% del total de la liquidez.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 1, 7, 15, 22 y 29 de diciembre y 5 de enero, el BCE adjudicó 58,1 mm de euros, 55,8 mm de euros, 52,9 mm de euros, 58,6 mm de euros, 78,6 mm de euros y 54 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE realizó tres OFPML especiales en diciembre con vencimiento a uno, tres y seis meses, así como una OFPML regular a tres meses. El BCE adjudicó 2,7 mm de euros en la OFPML especial a un mes del 7 de diciembre, y 2,9 mm de euros y 1,7 mm de euros, respectivamente, en las

OFPML especiales a tres y a seis meses del 9 de diciembre. En la OFPML regular a tres meses del 16 de diciembre, el BCE adjudicó 2,6 mm de euros. Ese mismo día, el BCE adjudicó 96,9 mm de euros en la última OFPML a un año con un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación durante la vida de la operación. El importe adjudicado superó los 75,2 mm de euros de la segunda OFPML a un año del 30 de septiembre de 2009, pero fue considerablemente inferior a los 442,2 mm de euros de la primera OFPML al mismo plazo del 24 de junio de 2009. Las OFPML a un año de junio y septiembre se ejecutaron al tipo de interés fijo aplicado en las operaciones principales de financiación.

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez en el mercado monetario de la zona del euro tras la liquidación de la última OFPML a un año, el recurso medio diario a la facilidad de depósito aumentó hasta situarse en 138,7 mm de euros en el período comprendido entre el 9 de diciembre y el 13 de enero, frente a los 65,7 mm de euros del período de mantenimiento anterior, que finalizó el 8 de diciembre.

En diciembre y principios de enero, el Eurosistema continuó proporcionando liquidez en dólares estadounidenses a través de operaciones a una semana respaldadas por activos de garantía admitidos por el Eurosistema, así como financiación a una semana en francos suizos mediante operaciones de *swaps* de divisas.

Por último, también se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 29,6 mm de euros el 13 de enero, es decir, casi la mitad del importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

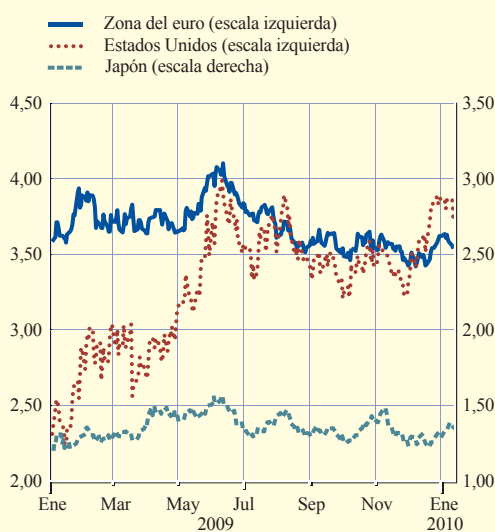
Entre finales de noviembre de 2009 y principios de enero de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se elevó ligeramente, como consecuencia, en parte, de cierta nueva mejora de las perspectivas macroeconómicas. El rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo aumentó de forma más acusada. Además de la mejora de las perspectivas macroeconómicas, este aumento fue reflejo, probablemente, de cierta preocupación respecto al posible impacto de la creciente oferta de bonos estadounidenses sobre el rendimiento de la deuda pública. Las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados crecieron ligeramente en la zona del euro, aunque parece que este ascenso puede atribuirse, principalmente, a factores de demanda no fundamentales, que afectaron al mercado de bonos indicados con la inflación en el período considerado. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias en diciembre y a comienzos de enero.

En comparación con finales de noviembre de 2009, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro se elevó unos 10 puntos básicos, hasta situarse en torno al 3,5% el 13 de enero de 2010 (véase gráfico 12). En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años experimentó un aumento de unos 60 puntos básicos, situándose alrededor del 3,8% el 13 de enero. En consecuencia, el diferencial entre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años en Estados Unidos y en la zona del euro cambió de signo y se situó en 30 puntos básicos. El modesto incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro parece ser reflejo, principalmente, de una nueva mejora de las perspectivas macroeconómicas en el período analizado. Asimismo, el ascenso más pronunciado del rendimiento de los bonos estadounidenses a diez años parece ser resultado de la publicación de nuevos datos macroeconómicos positivos, así como de la preocupación de los inversores respecto al impacto que podría tener sobre el rendimiento de la deuda pública el esperado fuerte aumento de la oferta de bonos del Tesoro estadounidense en 2010 y más allá de este año. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija creció levemente en la zona del euro y algo más en Estados Unidos, en consonancia con el mayor incremento del rendimiento de la deuda pública observado en Estados Unidos.

A excepción de Grecia y Portugal, los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a Alemania experimentaron escasos cambios o disminuyeron ligeramente en el período examinado. En diciembre y a primeros de enero, los seguros de riesgo de crédito se elevaron levemente en la mayor parte de los países de la zona del euro, como consecuencia, en parte, de la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana de Grecia realizada por varias agencias de calificación.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

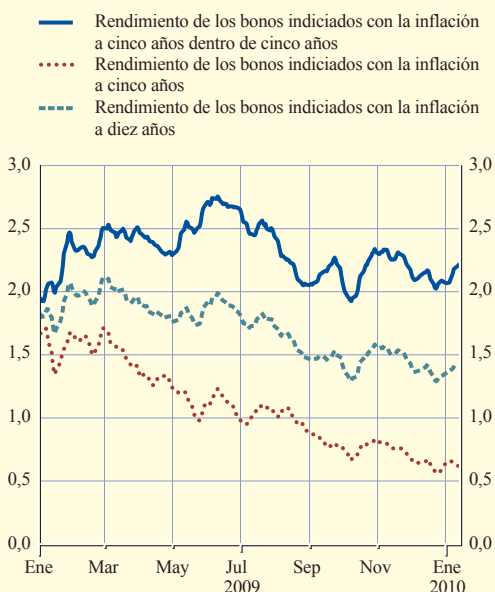
El rendimiento de los bonos a cinco años indicados con la inflación de la zona del euro se redujo unos 5 puntos básicos, hasta situarse en torno al 0,6% el 13 de enero, y el rendimiento real de los bonos a diez años se mantuvo prácticamente sin cambios en el 1,4% (véase gráfico 13). El rendimiento real de los bonos a cinco años dentro de cinco años se elevó ligeramente, hasta el 2,2%. Aunque la mejora de las perspectivas macroeconómicas observada en el período considerado ejerció, probablemente, cierta presión al alza sobre el rendimiento real, esta presión parece haber sido compensada con un aumento temporal de la demanda de bonos indicados con la inflación de elevada calidad crediticia, que guarda escasa relación con las variaciones de las expectativas de inflación.

Las expectativas de inflación derivadas de los bonos indicados aumentaron levemente en la zona del euro entre finales de noviembre de 2009 y principios de enero de 2010. El 13 de enero, las tasas de inflación implícitas *spot* a cinco y a diez años se situaron en el 1,9% y el 2,3%, respectivamente, ligeramente por encima de los niveles de finales de noviembre (véase gráfico 14). La tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años se elevó unos 20 puntos básicos, hasta el 2,7%. Sin embargo, la reciente volatilidad y la elevación de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo parecen ser reflejo, principalmente, de los citados factores no fundamentales, que afectaron al mercado de bonos indicados con la inflación en el período analizado.

La estructura temporal de los tipos *forward* de la zona del euro muestra como el comportamiento general del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona puede descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) en distintos horizontes temporales (véase gráfico 15). En comparación con los niveles de finales de noviembre, la curva de tipos de interés *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del

Gráfico 13 Rendimiento de los bonos de cupón cero indicados con la inflación en la zona del euro

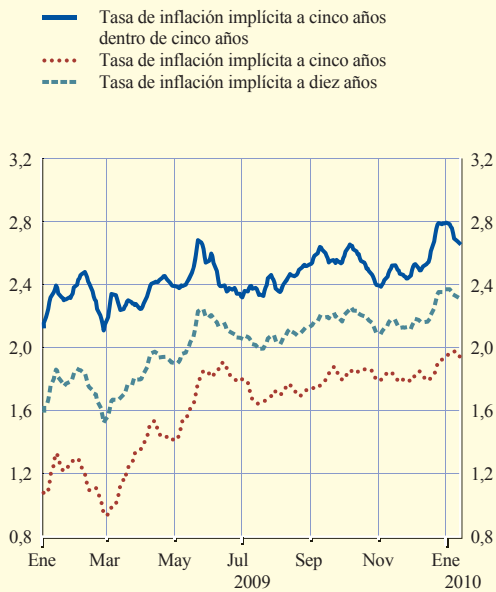
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 14 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro

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



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

euro registró un ligero desplazamiento al alza en los plazos medios y largos.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales siguieron estrechándose en todas las calificaciones crediticias tanto en el sector financiero como en el no financiero, especialmente a comienzos de enero. Esta evolución fue consecuencia de las mejores expectativas respecto a las perspectivas económicas futuras, de la mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores y de la menor incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de los mercados de renta variable. En la zona del euro, los diferenciales de los bonos garantizados se mantuvieron, en general, estables a lo largo del período examinado.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

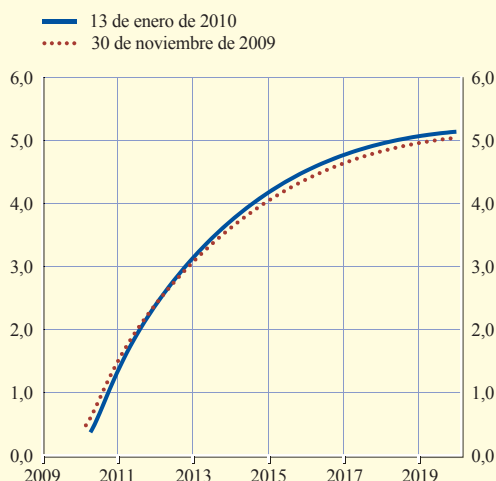
En general, la evolución de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM en noviembre de 2009 apuntó a la estabilización de estos tipos en niveles históricamente reducidos. Algunos de los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras aumentaron ligeramente ese mes, mientras que la mayor parte de los tipos de interés de los préstamos a los hogares mantuvieron la trayectoria descendente observada en meses anteriores, aunque permanecieron, en casi todos los casos, ligeramente por encima de los mínimos registrados en 2005. En general, esta evolución sugiere que las entidades de crédito de la zona del euro continuaron trasladando la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE observada desde octubre de 2008, siguiendo en grandes líneas el patrón histórico.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y depósitos de los hogares disminuyeron o no registraron variaciones en noviembre de 2009, mientras que los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se elevaron ligeramente (véase gráfico 16) y los tipos de los depósitos apenas experimentaron cambios.

En noviembre de 2009, por ejemplo, los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares y los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda descendieron 8 y 6 puntos básicos, respectivamente (hasta el 9% y el 2,7%), los niveles más bajos observados desde 2003 en ambos casos. Los tipos de interés a corto plazo aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, registraron una caída de 29 puntos básicos, hasta el 7%, aunque permanecieron por encima de la media histórica desde 2003. Mientras que los tipos de interés de los descubiertos en cuenta otorgados a las sociedades no financieras se redujeron unos 6 puntos básicos adicionales, hasta alcanzar el 4,1% en noviembre de 2009, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras aumentaron 9 puntos básicos, hasta el 2,2%. Los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no finan-

Gráfico 15 Tipos de interés *forward* implícitos a un día en la zona del euro

(en porcentaje; datos diarios)



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

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

cieras se mantuvieron prácticamente sin cambios en torno a su mínimo histórico del 3,3%.

Dado que el EURIBOR a tres meses se redujo 2 puntos básicos en noviembre de 2009, los diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario se estrecharon ligeramente para los préstamos a los hogares y se ampliaron para los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 17). En general, esta evolución sugiere que la transmisión de la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE que se venía produciendo desde octubre de 2008 está llegando a su fin.

Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y noviembre de 2009, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras descendieron unos 300 a 340 puntos básicos, frente a una disminución de 430 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que es indicativo de una considerable transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos por las entidades de crédito. Los tipos de interés normalmente más «rígidos» aplicados a los descubiertos en cuenta y al crédito al consumo a corto plazo se han ajustado en mucha menor medida a lo largo del mismo período.

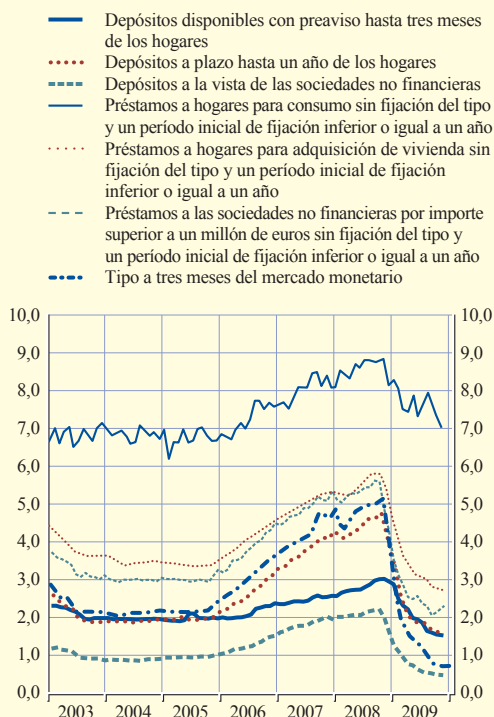
Habida cuenta de la preocupación respecto a los balances de los prestatarios y a la incertidumbre en cuanto a la renta y la capacidad de los prestatarios para atender sus obligaciones de pago, que están elevando las primas de riesgo de crédito, los recortes de los tipos de interés oficiales parecen haber repercutido en los tipos aplicados por las entidades de crédito a los préstamos y depósitos con un grado de inercia bastante similar al observado en el pasado.

En cuanto a los préstamos concedidos por las IFM con períodos iniciales de fijación del tipo más largos, los tipos aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años se mantuvieron sin cambios en el 4,5% en noviembre de 2009 (véase gráfico 18). Los tipos medios aplicados a los préstamos por importes reducidos otorgados a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años volvieron a bajar, en 8 puntos básicos, hasta el 4,18%. Al mismo tiempo, los tipos de interés aplicados a los préstamos por importes elevados concedidos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años aumentaron 15 puntos básicos (hasta el 3,8%) en noviembre de 2009, tras alcanzar su nivel más bajo desde 2003 el mes anterior.

En un horizonte más dilatado, entre septiembre de 2008 y noviembre de 2009, las entidades de crédito de la zona del euro ajustaron los tipos de interés aplicados a los préstamos a largo plazo otorgados a las

Gráfico 16 Tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y tipo de mercado a corto plazo

(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

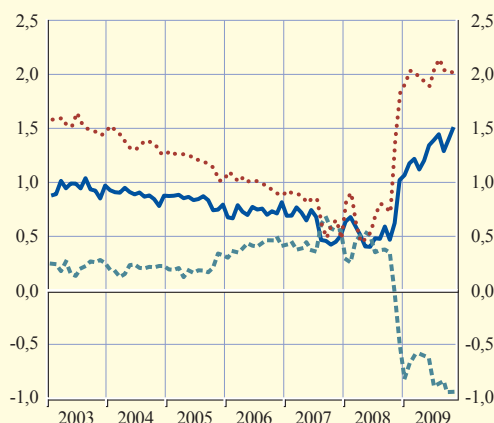


Fuente: BCE.

Gráfico 17 Diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM y el tipo a tres meses del mercado monetario

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

- Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un periodo inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - - Depósitos hasta un año de los hogares



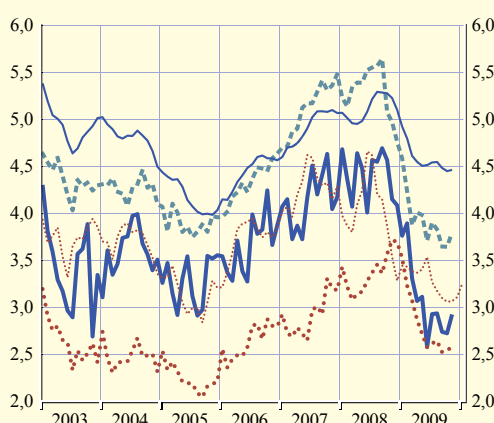
Fuente: BCE.

Nota: Los diferenciales de los préstamos se calculan como el tipo de interés de los préstamos y créditos menos el tipo a tres meses del mercado monetario, y los de los depósitos se calculan como el tipo a tres meses del mercado monetario menos el tipo de interés de los depósitos.

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

(en porcentaje; tipos de interés de las nuevas operaciones)

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



Fuente: BCE.

sociedades no financieras más o menos en línea con el descenso del rendimiento de la deuda pública a largo plazo. Por el contrario, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no se han reducido tanto en el período considerado, reflejo, con toda probabilidad, de una transmisión incompleta y más lenta (en ausencia de otras fuentes de financiación para los hogares) y también de la inquietud respecto al riesgo de crédito y al valor de las garantías hipotecarias.

La rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro depende, entre otras cosas, del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos, tanto el basado en los saldos vivos como el basado en las nuevas operaciones. La primera medida no experimentó prácticamente variaciones entre octubre y noviembre de 2009. Sin embargo, la segunda se elevó 22 puntos básicos (hasta el 2,2%), aunque se mantuvo por debajo de la media registrada desde 2003.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

En diciembre de 2009 y a comienzos de enero de 2010, los precios de las acciones siguieron subiendo en la zona del euro y en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la volatilidad implícita de los mercados de renta variable disminuyó de forma significativa a ambos lados del Atlántico. La subida de las cotizaciones bursátiles tuvo su origen en la publicación de datos económicos generalmente positivos en los

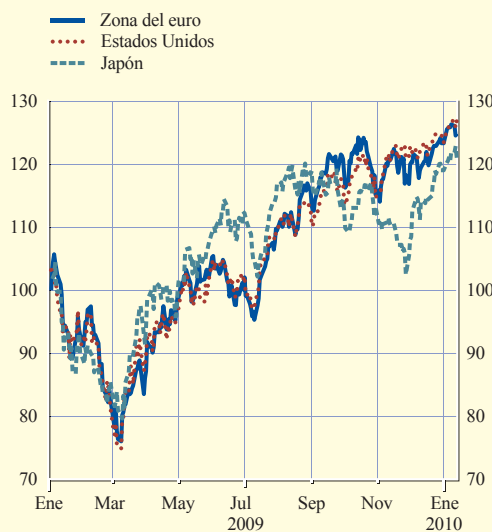
principales mercados, en las revisiones al alza de las expectativas de beneficios en el período considerado y en un nuevo aumento de la tolerancia al riesgo al inicio de 2010. En la zona del euro, el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses volvió a elevarse en diciembre de 2009, reflejo de las mejores expectativas para los sectores financiero y no financiero.

En diciembre de 2009 y a principios de enero de 2010, los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos mantuvieron la tendencia al alza observada desde marzo de 2009. En la primera parte del período analizado, el sector no financiero registró resultados algo mejores que los del sector financiero, en el que se había iniciado anteriormente la recuperación de los precios de las acciones. Sin embargo, hacia finales del período examinado la tendencia al alza se generalizó y las acciones registraron importantes ganancias en la mayor parte de los sectores económicos. Entre finales de noviembre de 2009 y el 13 de enero de 2010, las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX, y las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, ganaron un 6,8% y un 4,6%, respectivamente, mientras que las de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron incluso más, en torno a un 15%, tras el notable descenso observado en los meses anteriores (véase gráfico 19). La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, volvió a disminuir, hasta situarse por debajo de los niveles más reducidos observados a lo largo de 2009 y a comienzos de enero de 2010 (véase gráfico 20).

Para las empresas cotizadas de la zona del euro, el crecimiento de los beneficios efectivos por acción siguió siendo reducido en diciembre de 2009. Los beneficios efectivos por acción de las empresas in-

Gráfico 19 Índices bursátiles

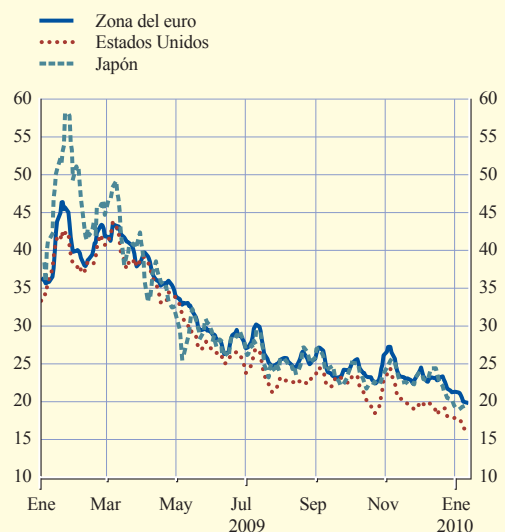
(índice: 1 de enero de 2009 = 100; datos diarios)



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

Gráfico 20 Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

(en 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.

cluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron en un 36%, lo que supuso una ligera mejora con respecto al mes de noviembre. Se observó una mejora más significativa del crecimiento esperado de los beneficios por acción en los próximos doce meses, que se elevó al 30%, desde el 22% de noviembre. Los beneficios esperados por acción han venido experimentando una mejora sostenida desde el inicio del tercer trimestre de 2009.

Los fuertes aumentos de los precios de las acciones registrados en el período considerado fueron consecuencia de la publicación de datos macroeconómicos más favorables de lo previsto, que impulsaron a algunos participantes en el mercado a volver a revisar al alza las expectativas de crecimiento de las principales economías. Además, al final del año se observó una mayor tolerancia al riesgo por parte de los inversores institucionales, lo que se tradujo en ganancias bastante generalizadas en los activos de riesgo, incluidas la renta fija privada de calificación crediticia más baja y las materias primas.

Desde una perspectiva a más largo plazo, el aumento bastante rápido y generalizado de los precios de los activos de riesgo observado desde marzo de 2009 parece, hasta el momento, haber sido principalmente una corrección de los anteriores acusados descensos de los precios. En este punto, un nuevo y marcado incremento de los precios de los activos podría, sin embargo, acentuar el riesgo de bruscas correcciones del mercado en el futuro.

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC volvió a elevarse en diciembre, hasta el 0,9%, desde el 0,5% de noviembre. El resultado de diciembre estuvo en línea con las expectativas y reflejó, principalmente, el comportamiento de los precios mundiales de la energía observado hace un año. La evolución a corto plazo de la inflación interanual medida por el IAPC sigue estando determinada, en gran medida, por los efectos de base al alza derivados de las anteriores variaciones de los precios de los alimentos y de la energía. Al mismo tiempo, se espera que las variables fundamentales de la economía, como una reducida demanda de consumo y un menor crecimiento de los costes laborales, influyan en la evolución de la inflación interanual medida por el IAPC, que se situará, según las previsiones, en un nivel próximo al 1% a comienzos de 2010 y se mantendrá a medio plazo en una senda moderada, como resultado de la lenta recuperación de la demanda que debería producirse en la zona del euro y en otros países, lo que mejorará el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Cabe destacar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo. Los riesgos para las perspectivas de inflación están, en general, equilibrados.

3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,9% en diciembre, frente al 0,5% de noviembre (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de diciembre, se sabe que el resultado de ese mes se vio afectado por un fuerte efecto de base al alza del componente energético, como consecuencia de la caída experimentada por los precios del petróleo en los mercados internacionales doce meses antes.

Por sectores, la tasa de variación interanual del IAPC de los precios del componente energético se elevó de forma significativa, hasta el -2,4%, en noviembre de 2009, el último mes para el que se dispone de datos desagregados, desde el -8,5% de octubre, como resultado, en parte, de un acusado efecto de base al alza derivado de las variaciones de los precios del petróleo registradas el año pasado. Además, los precios de la energía subieron en términos intermensuales en noviembre de 2009, debido, principalmente, al aumento de los precios de los combustibles y de los lubricantes para vehículos privados.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2009 Jul	2009 Ago	2009 Sep	2009 Oct	2009 Nov	2009 Dic
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	.	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,9
Energía	10,3	.	-14,4	-10,2	-11,0	-8,5	-2,4	.
Alimentos no elaborados	3,5	.	-1,1	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	.
Alimentos elaborados	6,1	.	0,8	0,6	0,5	0,3	0,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	.	0,5	0,6	0,5	0,3	0,2	.
Servicios	2,6	.	1,9	1,8	1,8	1,8	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	.	-8,4	-7,5	-7,6	-6,6	-4,5	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	46,5	51,1	46,9	49,8	52,1	51,5
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,6	-22,9	-16,4	-17,0	-7,3	-0,9	18,4

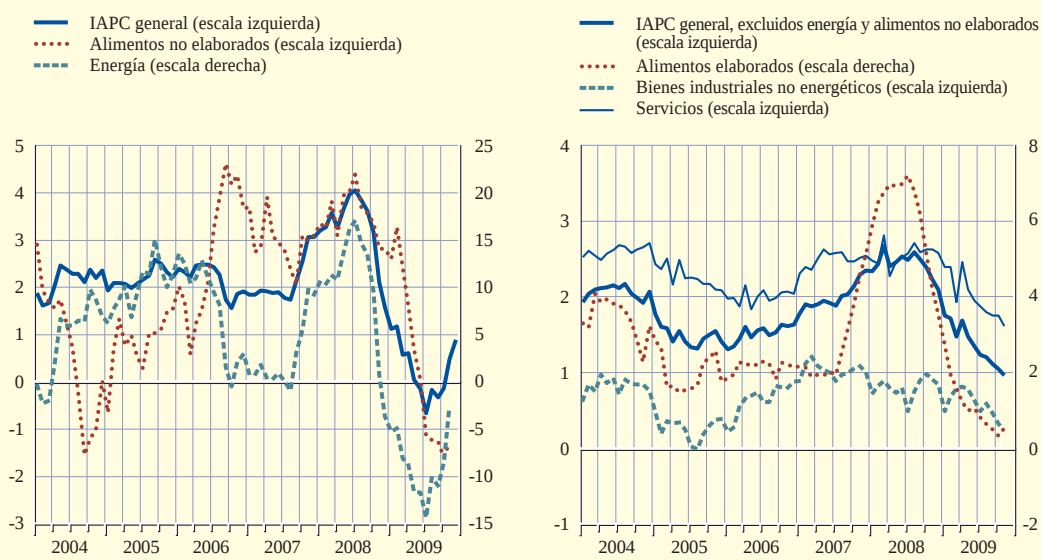
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

Nota: El índice de los precios de las materias primas no energéticas se ha ponderado de acuerdo con la estructura de las importaciones de la zona del euro en el periodo 2004-2006.

1) La inflación medida por el IAPC de diciembre de 2009 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos no elaborados del IAPC de la zona del euro se situó en el -1,3% en noviembre, frente al -1,6% de octubre, como reflejo, en buena parte, de un efecto de base derivado de la evolución de los precios de las frutas y hortalizas, que suelen ser volátiles al depender de las condiciones meteorológicas. Al mismo tiempo, en los últimos meses el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los precios de la carne ha incidido, en gran medida, en la evolución de los precios de los alimentos no elaborados. La desaparición de la perturbación que afectó a los precios de las materias primas alimentarias el año pasado ha reducido también la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados en los últimos meses. Sin embargo, en noviembre esta tasa aumentó ligeramente, hasta el 0,5%, señal de una posible estabilización. No obstante, la fuerte competencia en los precios al por menor de los alimentos y la debilidad de la demanda de consumo siguen ejerciendo presiones a la baja sobre los precios de los alimentos elaborados.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación medida por el IAPC disminuyó 0,2 puntos porcentuales, hasta el 1%, en noviembre, reflejo de un ligero descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos y de una nueva caída de la inflación en los precios de los servicios.

La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos volvió a disminuir, hasta el 0,2% en noviembre, desde el 0,3% de octubre, manteniendo, por tanto, la leve tendencia a la baja observada el año pasado. Esta tendencia ha estado determinada, fundamentalmente, por los precios de los bienes de consumo duradero, sobre todo los automóviles, y en menor medida por los del subcomponente de bienes de consumo semiduradero, que reflejan, básicamente, el comportamiento de los precios de los artículos de vestir y del calzado.

La inflación en los precios de los servicios disminuyó hasta el 1,6% en noviembre, desde el 1,8% de octubre, alcanzando su nivel más bajo desde noviembre de 2000. La tendencia descendente que este

componente del IAPC ha mostrado en 2009 estuvo originada, principalmente, por el ajuste a la baja de los precios de las partidas relacionadas con los viajes de ocio, que se han visto afectadas por la debilidad de la situación económica y de la demanda.

Según la encuesta de la Comisión Europea, las percepciones y expectativas de los consumidores de la zona del euro acerca de la inflación volvieron a elevarse en diciembre, señalando que la percepción de la inflación tiende a estabilizarse, tendencia que continuará, probablemente, en los próximos meses.

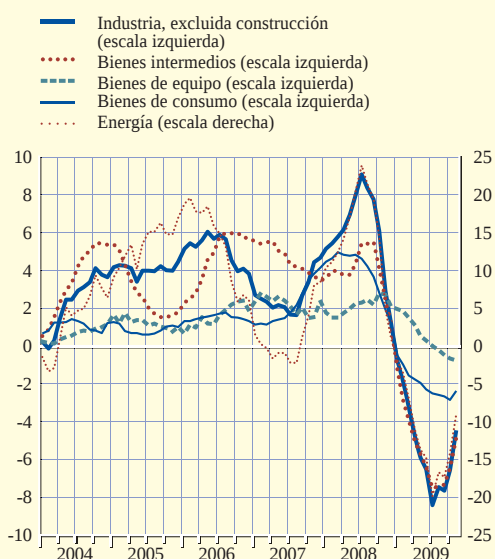
3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, aumentó en noviembre, hasta el -4,4%, desde el -6,6% de octubre. Aunque esta moderación se produjo de forma generalizada, fue impulsada por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios. La tasa de variación interanual de los precios del componente energético se elevó hasta el -8,7% en el mes de noviembre, desde el -14,2% de octubre, como resultado, principalmente, de efectos de base positivos. De forma similar, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes intermedios ascendió, desde el -6,4% de octubre, hasta el -5% de noviembre, como consecuencia, fundamentalmente, de efectos de base.

En las últimas fases de la cadena de producción, la tasa de variación interanual de los precios de los bienes de equipo se mantuvo estable, mientras que la correspondiente tasa de los precios de los bienes de consumo, que sigue en general la evolución de los precios del componente de alimentos, aumentó en

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

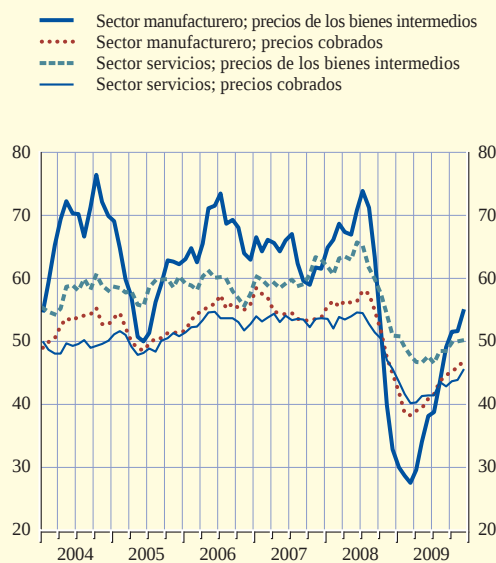
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 23 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción

(índices de difusión; datos mensuales)



Fuente: Markit.

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

noviembre. Sin embargo, las tasas de variación interanual de estos dos componentes siguen registrando valores negativos. De cara al futuro, es probable que el incremento de los precios de la energía y de los bienes intermedios observado en los últimos meses se trasladará a los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo, aunque el ritmo y la magnitud de esta transmisión son todavía inciertos.

La información relativa a los últimos meses procedente de las encuestas sobre fijación de precios por parte de las empresas indica una moderación de las presiones a la baja sobre los precios (véase gráfico 23). Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, el índice de precios de los bienes intermedios en los sectores de manufacturas y de servicios volvió a subir en diciembre, situándose por encima de 50 en ambos sectores, lo que señala una elevación de los precios de los bienes intermedios, posiblemente asociada a un aumento de los precios de las materias primas. Asimismo, los índices de precios cobrados en los sectores de manufacturas y de servicios ascendieron también, aunque se mantuvieron por debajo de 50. Esta evolución indica que, mientras que las empresas siguen ofreciendo descuentos para estimular las ventas de bienes y servicios ante la debilidad de la demanda subyacente, se están atemperando las presiones a la baja sobre los precios.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

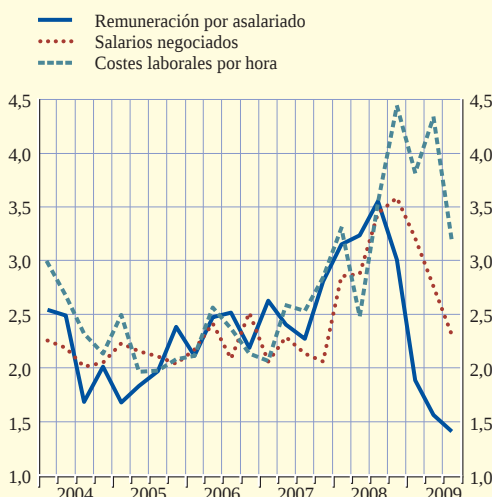
Los indicadores de costes laborales de los que se ha venido disponiendo desde el anterior Boletín Mensual apuntan a un menor crecimiento de dichos costes. En conjunto, el descenso del crecimiento interanual de los costes laborales en el tercer trimestre de 2009 fue reflejo del menor crecimiento de los salarios por hora y de la reducción del número de horas trabajadas. La evolución de estas dos variables ha originado algunas diferencias en el comportamiento de las tasas de crecimiento interanual de los salarios negociados, de la remuneración por asalariado y de los costes laborales por hora (véanse gráfico 24 y cuadro 5).

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro disminuyó, desde el 2,8% del segundo trimestre de 2009, hasta el 2,3% del tercer trimestre. Este notable descenso fue reflejo, probablemente, de la fuerte desaceleración de la actividad económica, del persistente aumento del desempleo y de la pronunciada caída de la inflación. Dado que los salarios negociados reflejan los aumentos salariales acordados en los convenios colectivos, este indicador tiende a responder a cambios en la situación económica con cierto retraso. La información disponible señala que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haber registrado un nuevo descenso en el cuarto trimestre de 2009.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir, hasta el 1,4% en el tercer trimestre de 2009, desde el 1,6% del trimestre anterior. La nueva moderación de la tasa de crecimiento interanual de este indicador fue resultado del menor crecimiento de los salarios por hora, de

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Salarios negociados	2,1	3,2	3,4	3,6	3,2	2,8	2,3
Costes laborales totales por hora	2,5	3,4	3,5	4,4	3,8	4,3	3,2
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	3,6	3,0	1,9	1,6	1,4
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	1,0	-0,1	-0,1	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0
Costes laborales unitarios	1,6	3,3	3,6	4,8	5,9	4,8	3,5

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

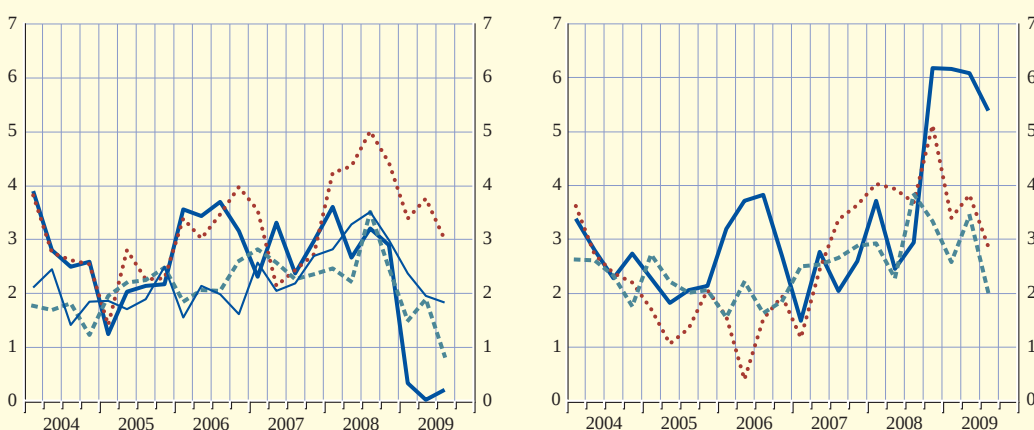
la reducción de las horas trabajadas y de recortes en los elementos flexibles de las remuneraciones. Por sectores, se observa que la desaceleración estuvo determinada, principalmente, por el componente de servicios de mercado (véase gráfico 25).

En consonancia con la reciente desaceleración del crecimiento de los salarios negociados y de la remuneración por asalariado, los costes laborales por hora disminuyeron también en el tercer trimestre, hasta el 3,2%, desde el 4,3% del segundo trimestre. Sin embargo, la tasa de crecimiento interanual de este indicador es todavía alta, en comparación con otros indicadores de costes laborales. El crecimiento persistentemente elevado de los costes laborales por hora sigue siendo resultado del impacto de las distintas medidas adoptadas en varias economías de la zona del euro para reducir el número de horas trabajadas por asalariado. Debido a que el sector industrial es el que se ha visto más afectado por estas medidas de ajuste, la tasa más alta de crecimiento interanual de los costes laborales por hora, que alcanzó el 5,4%, se registró en este sector en el tercer trimestre de 2009.

Gráfico 25 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.

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

La tasa de crecimiento interanual de la productividad por asalariado volvió a experimentar un fuerte descenso en el tercer trimestre de 2009, con una caída del 2%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior. Sin embargo, este descenso fue menor que la contracción del 3,1% observada en el segundo trimestre y contribuyó a reducir la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios hasta el 3,5%. Considerando que la tasa media de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios desde el inicio de la UEM se ha situado en torno al 1,8%, su nivel actual sigue siendo muy alto.

3.4 PERSPECTIVAS DE EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

A corto plazo, los efectos de base al alza derivados de las variaciones de los precios de los alimentos y de la energía seguirán configurando la evolución de la inflación interanual medida por el IAPC (véase recuadro 3). Al mismo tiempo, se espera que las variables fundamentales de la economía, como una reducida demanda de consumo y un menor crecimiento de los costes laborales, influyan en la evolución del IAPC. De cara al futuro, en el horizonte temporal relevante para la política monetaria, se estima que la evolución de los precios y costes se mantendrá en una senda moderada, ante la debilidad de la demanda en la zona del euro y en otros países. Cabe destacar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios están, en general, equilibrados. Estos riesgos están relacionados, en particular, con las perspectivas de actividad económica y con la evolución de los precios de las materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años.

Recuadro 3

LOS EFECTOS DE BASE Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC EN 2010

La evolución de la inflación medida por el IAPC se analiza, con frecuencia, en términos de tasas de variación interanual, que muestran en qué medida el índice ha variado en doce meses, comparando el valor observado en un mes con el registrado en el mismo mes del año anterior. La utilización de este indicador estadístico implica que las fluctuaciones de la inflación interanual medida por el IAPC se ven notablemente afectadas por las variaciones experimentadas por el índice doce meses antes, lo que se conoce como «efectos de base». En consecuencia, para valorar las variaciones de la inflación interanual medida por el IAPC, resulta útil desagregarlas en un componente de efectos de base y un componente relacionado con la evolución reciente de la inflación intermensual. El componente de efectos de base tiende a influir especialmente en períodos en los que la inflación había mostrado un año antes una elevada volatilidad, inducida, por ejemplo, por acusadas variaciones de los precios de las materias primas. En los dos últimos años, los precios de la energía y de los alimentos han originado gran parte de las pronunciadas oscilaciones de la inflación medida por el IAPC, dado que las marcadas fluctuaciones de los precios del petróleo y de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales han sido trasladadas a los precios de consumo. Los efectos de base de estos dos componentes seguirán incidiendo probablemente de forma significativa en la inflación medida por el índice general en los próximos meses, ya que las fuertes caídas registradas en los precios de la ener-

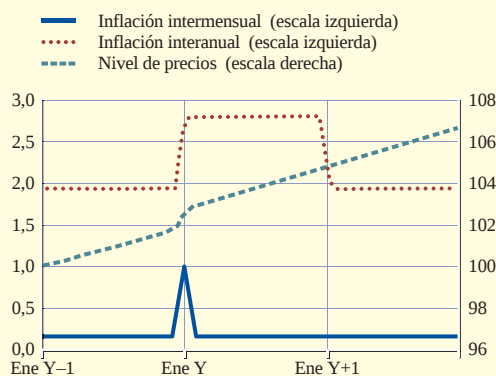
gía hacia finales de 2008 y el descenso de los precios de los alimentos observado en el transcurso de 2009 solo desaparecen de la comparación interanual un año más tarde. Tal y como se indica en el presente recuadro, a la hora de valorar la evolución prospectiva de la inflación medida por el IAPC en el transcurso de 2010 es necesario tener en cuenta las contribuciones de estos efectos de base.

Definición

Las fluctuaciones de las tasas de variación interanual muestran la presencia recurrente de efectos de base, que se observan cuando las oscilaciones de la tasa de variación interanual de un indicador económico dependen más de alguna influencia atípica que afectó a la evolución del indicador doce meses antes que de su comportamiento intermensual¹. Para ilustrar esta distinción con un ejemplo sencillo se adopta el supuesto de que la inflación intermensual es del 0,16% cada mes, excepto en enero del año Y, cuando, debido a un acontecimiento singular, como una subida del IVA, la inflación se eleva al 1% (véase gráfico A). En consecuencia, la inflación calculada en términos interanuales aumenta desde el 1,9% de diciembre del año Y-1 al 2,8% de enero del año Y, nivel en el que se mantiene durante un año, antes de recaer al 1,9% en enero del año Y+1. La caída de la tasa de inflación interanual en enero del año Y+1 se explica por un efecto de base a la baja, debido a que la elevación inusual del nivel de precios registrada un año antes desaparece de la comparación interanual.

Gráfico A Ilustración de los efectos de base

(tasas de variación e índice: enero Y-1 = 100)



Fuente: Cálculos del BCE.

Aunque se trata de un concepto intuitivo, en la práctica no es fácil identificar y estimar los efectos de base. Decir que un efecto de base se deriva de influencias atípicas de un año antes supone calcular una desviación de la tasa de variación intermensual en el período base con respecto a su perfil habitual, pero no suele haber ninguna manera especial de distinguir entre efectos típicos y atípicos. En el presente recuadro, el perfil habitual de las variaciones intermensuales del IAPC se calcula para cada mes, añadiendo un efecto estacional estimado a la tasa media de variación intermensual observada desde enero de 1995.

Impacto de los efectos de base sobre el perfil de la inflación de la zona del euro en 2010

En 2010, se espera que los efectos de base contribuyan a la evolución de la inflación medida por el índice general de una forma nada despreciable, aunque más moderada que el año precedente. El gráfico B muestra las contribuciones esperadas de los efectos de base de los componentes de energía y de alimentos a las variaciones intermensuales de la tasa de inflación interanual en los doce meses hasta noviembre de 2010.

1 Técnicamente, un efecto de base puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un determinado mes, derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes del año anterior), con respecto a su perfil habitual o normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales. Véanse el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008, y las referencias señaladas en dicho recuadro.

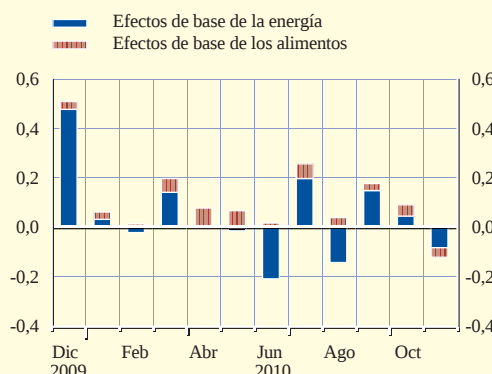
Del gráfico pueden deducirse algunos rasgos significativos. En general, se prevé que la contribución de los efectos de base de la energía y de los alimentos a las variaciones intermensuales de la inflación interanual será positiva. Se estima que los efectos de base del componente energético serán los mayores, en términos de variación intermensual de la inflación interanual medida por el IAPC, entre noviembre y diciembre de 2009 (en torno a 0,5 puntos porcentuales). Posteriormente, se espera que reflejen la volatilidad de los precios de la energía observada en el transcurso de 2009. Al mismo tiempo, la contribución de los efectos de base de los precios de los alimentos elaborados y no elaborados a la evolución intermensual de la inflación interanual medida por el IAPC sería positiva cada mes hasta octubre de 2010, como consecuencia de la evolución moderada de las tasas de variación intermensual de los precios de los alimentos elaborados y de los precios de la carne (dentro del componente de alimentos no elaborados) en el transcurso de 2009, reflejo de la desaparición de la perturbación que afectó a los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales.

El gráfico C muestra la contribución acumulada de los efectos de base a la evolución de las tasas de variación interanual del IAPC en doce meses a partir de noviembre de 2009. Como se aprecia en el gráfico, se prevé que los efectos de base totales de los componentes de energía y de alimentos tendrán un impacto al alza acumulado de cerca de 1 punto porcentual sobre la inflación interanual medida por el IAPC desde noviembre de 2009 a noviembre de 2010. Aunque este efecto de base se derive inicialmente de variaciones de los precios de la energía, con el tiempo crecerá la importancia del efecto de base de los precios de los alimentos, casi hasta igualar la de los precios energéticos al final del período.

En general, estos efectos de base al alza derivados de variaciones de los precios de la energía y de los alimentos contribuirán probablemente a configurar las perspectivas de evolución de la inflación interanual medida por el IAPC en los próximos meses. Sin embargo, la medida en que aumentará la inflación es incierta y no se puede evaluar mecánicamente solamente a partir de los efectos de base. El perfil de la tasa de variación interanual del IAPC dependerá del impacto de las fluctuaciones de las variables fundamentales de la economía, como la fortaleza de la demanda de consumo y el crecimiento de los costes laborales, así como de la evolución futura de los precios de las materias primas y de cómo estos se trasladarán a los consumidores de la zona del

Gráfico B Contribución de los efectos de base de la energía y de los alimentos a las variaciones intermensuales de la inflación interanual medida por el IAPC

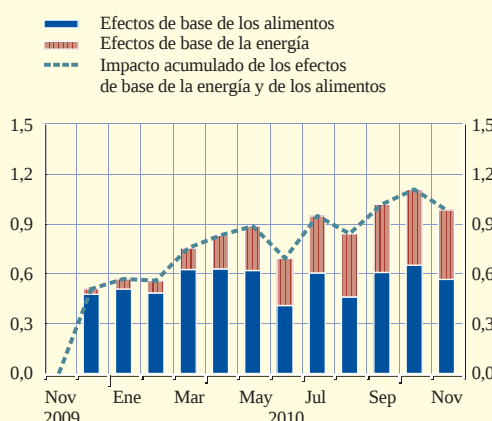
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base de la energía y de los alimentos

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

euro. Si la actividad económica se recupera de forma moderada en la zona del euro y en otros países, tal y como se prevé actualmente, las variables fundamentales de la economía contribuirán a contener la inflación medida por el IAPC general en el corto plazo. Así pues, el aumento previsto de la inflación medida por el IAPC general en 2010, desde una tasa interanual estimada del 0,9% en diciembre de 2009, no debería interpretarse como un rebrote de las presiones inflacionistas subyacentes.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro creció un 0,4% en el tercer trimestre de 2009, tras haber registrado una ligera contracción en el trimestre anterior. Los últimos datos indican que la actividad económica de la zona siguió mejorando a finales de 2009. La zona del euro ha venido beneficiándose de un giro en el ciclo de existencias y de la recuperación de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. No obstante, dado que la demanda interna sigue siendo moderada y que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal, las perspectivas siguen estando sujetas a cierto grado de incertidumbre. La volatilidad de los nuevos datos hace esperar que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación sea desigual. Es probable que la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Los riesgos para estas perspectivas siguen estando prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

La actividad económica empezó a recuperarse de nuevo en el tercer trimestre de 2009, tras haberse contraído durante cinco trimestres consecutivos. La segunda estimación de Eurostat confirmó que el PIB real creció un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el período comprendido entre julio y septiembre de 2009, tras registrar un reducido descenso en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento del PIB para el segundo trimestre se revisó ligeramente al alza, del -0,2% al -0,1% (véase gráfico 26). Las encuestas de opinión y los indicadores mensuales sugieren que la actividad económica siguió mejorando en la zona del euro en los últimos meses de 2009.

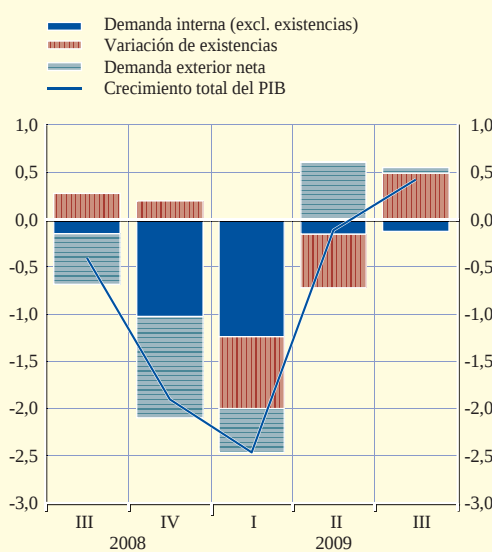
La desagregación del PIB por el lado del gasto en el tercer trimestre muestra una contribución ligeramente negativa de la demanda interna (excluidas las existencias) y aportaciones positivas de las existencias y, en menor medida, de la demanda exterior neta. La contribución negativa de la demanda interna obedeció a los descensos observados en la inversión y en el consumo privado, que se vieron contrarrestados parcialmente por un incremento del consumo público.

El consumo privado retrocedió ligeramente en el tercer trimestre de 2009, descendiendo un 0,1%, en tasa intertrimestral, tras haber registrado un crecimiento moderado en el trimestre anterior. El gasto de los hogares mantuvo su moderación en el tercer trimestre, por lo que las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,5%, en tasa intertrimestral.

En cuanto al último trimestre de 2009, la información disponible sobre las ventas al por menor y sobre la confianza de los consumidores y las matriculaciones de automóviles ofrece un panorama ligeramente contradictorio. Por una parte, las encuestas de opinión de los consumidores apuntan a una

Gráfico 26 Crecimiento del PIB real y contribuciones

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

mejora paulatina. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro elaborado por la Comisión Europea aumentó cada uno de los meses del último trimestre de 2009, continuando la tendencia al alza que se inició en el primer semestre del año. Por otra parte, las ventas de comercio al por menor (incluidas las ventas de combustibles) se contrajeron un 1,2% en noviembre, tras un incremento del 0,2% en el mes anterior. En términos de medias móviles de tres meses, las ventas del comercio al por menor cayeron un 0,9%, es decir, más que en el tercer trimestre del año (véase gráfico 27). En los mismos términos de medias móviles de tres meses, el crecimiento de las matriculaciones de automóviles se situó en el 1,7% en noviembre, frente al 3% registrado en el tercer trimestre. Esta evolución indica claramente que el impacto de los incentivos fiscales para la adquisición de automóviles adoptados en algunos países está disminuyendo.

En resumen, mientras que las encuestas de opinión han seguido apuntando a una mejora en la confianza de los consumidores, la evolución reciente de las ventas del comercio al por menor y de las matriculaciones de automóviles, junto con la debilidad de los mercados de trabajo y la reducción del impacto de los incentivos fiscales a la compra de automóviles, sugiere que el gasto en consumo siguió siendo moderado durante el cuarto trimestre de 2009.

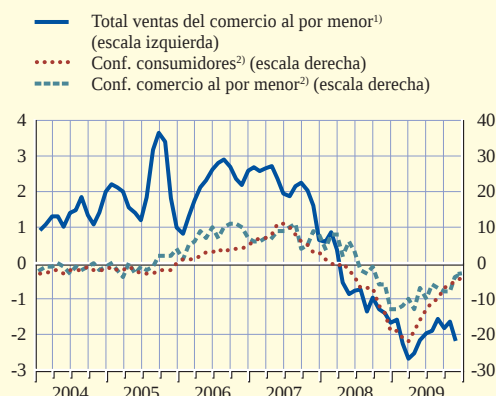
La formación bruta de capital fijo retrocedió un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009, tras una contracción del 1,6% en el periodo de tres meses anterior. Esta evolución confirma que el ritmo de descenso de la inversión se está moderando en relación con las elevadas tasas intertrimestrales observadas en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de 2009, cuando la inversión cayó un 4% y un 5,4%, respectivamente. La desagregación de la inversión en el tercer trimestre de 2009 indica que la inversión en construcción, que se redujo un 1,8%, en tasa intertrimestral, explica casi por completo este descenso, pues la inversión excluida la construcción disminuyó solo un 0,1%.

En cuanto a los indicadores de inversión disponibles en el cuarto trimestre, tanto la producción de la construcción como los nuevos pedidos industriales registraron una ligera reducción en octubre; sin embargo, la tasa de crecimiento de los nuevos pedidos industriales, en términos de medias móviles de tres meses, se mantuvo en niveles históricamente muy elevados. Se prevé que la inversión mejore en los próximos trimestres, pero que siga siendo moderada como consecuencia de la escasa utilización de la capacidad productiva, del mantenimiento de la debilidad de la demanda, de la elevada incertidumbre y de los ajustes efectuados en los mercados de la vivienda en algunos países de la zona del euro.

La recuperación de los flujos comerciales en el tercer trimestre del 2009 fue mayor de lo que reflejaba la primera estimación de Eurostat. Las exportaciones aumentaron un 3,1%, en tasa intertrimestral, frente a la contracción del 1,2% observada en el segundo trimestre, mientras que las importaciones se incrementaron un 3%, tras el descenso del 2,8% registrado en el trimestre anterior. La contribución de la

Gráfico 27 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares

(datos mensuales)



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

demanda exterior neta a la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,1 puntos porcentuales, manteniéndose sin cambios con respecto a la primera estimación.

La variación de existencias contribuyó con 0,5 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2009, tras haber realizado una aportación negativa en los dos primeros trimestres del año. Parece que la desaceleración observada en el ritmo de desaccumulación de existencias, más que el comienzo de una fase de reposición de existencias, explica la contribución de esta variable al crecimiento del PIB.

4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

La segunda estimación de Eurostat confirma que el aumento del 0,4% registrado en el valor añadido real en el tercer trimestre de 2009 fue impulsado por una acusada recuperación del producto en la industria, mientras que la actividad se mantuvo sin cambios en la rama de servicios y siguió contrayéndose en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) ascendió un 2,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, tras haber retrocedido un 1,5% en el segundo trimestre. El valor añadido de los servicios no experimentó ningún crecimiento en el tercer trimestre, si bien había aumentado un 0,2% en el trimestre anterior, mientras que el valor añadido de la construcción se contrajo un 0,8% en el tercer trimestre, ligeramente por encima de la reducción del 0,7% observada en el segundo trimestre.

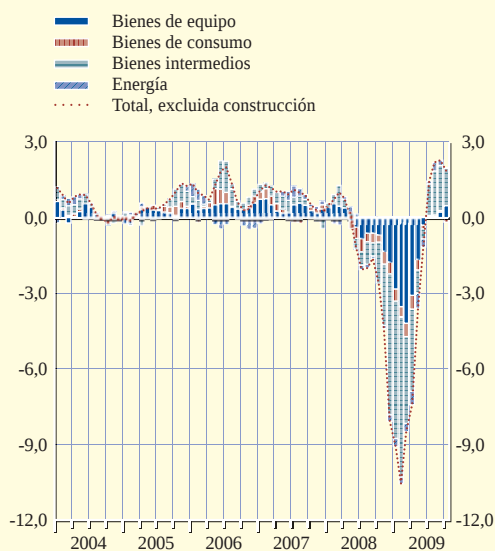
En cuanto a la evolución registrada en el cuarto trimestre, la producción industrial se incrementó un 1%, en tasa intermensual, en noviembre, tras un descenso del 0,3% en octubre. La evolución de la producción ha mostrado una clara recuperación en los últimos meses. En noviembre, la producción se situaba un 4,7% por encima del mínimo observado en abril de 2009 y, en el promedio de los dos meses del cuarto trimestre para los que se dispone de datos, la producción superaba en un 0,8% el nivel del tercer trimestre (véase gráfico 28).

Las encuestas indican que la actividad industrial se incrementó en los últimos meses de 2009 y continuó apuntando hacia la expansión económica, aunque partiendo de un nivel reducido (véase gráfico 29). El índice de directores de compras del sector manufacturero volvió a elevarse en diciembre, hasta situarse en 51,6. En el último trimestre del año, el índice se encontraba, en promedio, por encima de 51, desde menos de 48 en el tercer trimestre, por lo que se encontraba claramente en un rango que denotaba crecimiento por primera vez desde el segundo trimestre de 2008. La encuesta a los directores de compras también indica que el ritmo de desaccumulación de existencias en la zona del euro se está desacelerando, lo que sugiere que, en igualdad de condiciones, las existencias deberían haber realizado una nueva contribución positiva al crecimiento del PIB en el último trimestre de 2009. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la mejora que indican los datos de la encuesta a los directores de compras. Los indicadores de opinión relativos a la actividad en la rama de servicios también han seguido una senda ascendente, y muestran que la actividad siguió recuperándose en el último trimestre de 2009.

La información disponible sobre la evolución económica reciente muestra que, en general, la actividad siguió recuperándose en el cuarto trimestre 2009. En particular, los indicadores de opinión han mantenido la tendencia de alza que se inició en el segundo trimestre. No obstante, las perspectivas económicas siguen caracterizándose por un cierto grado de incertidumbre. En el recuadro 4 se examinan las tendencias existentes en las percepciones de la incertidumbre, utilizando información procedente de la encuesta a expertos en previsión económica, llevada a cabo por el BCE.

Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones

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

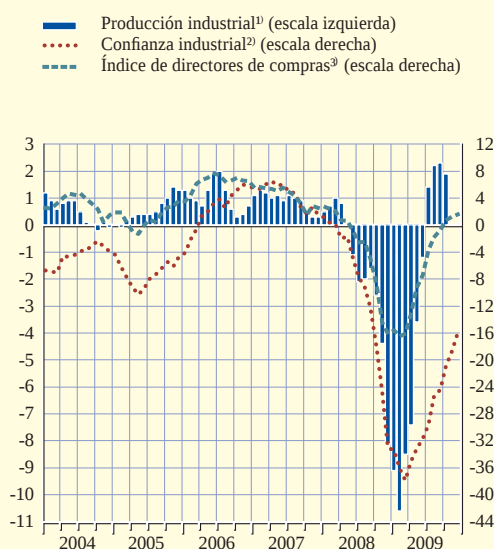


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

Gráfico 29 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Todas las series se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

Recuadro 4

CÓMO MEDIR LAS PERCEPCIONES DE LA INCERTIDUMBRE MACROECONÓMICA

Desde la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, las perspectivas macroeconómicas se han caracterizado por una incertidumbre más elevada de lo habitual. Además de dificultar la tarea de evaluar las perspectivas económicas, es posible que la mayor incertidumbre existente haya influido en las decisiones de las empresas y en el ahorro de los hogares, afectando, por tanto, a la inversión y al consumo. No obstante, no es sencillo calibrar en qué medida ha aumentado la incertidumbre y si ha empezado a retornar a niveles más normales. A fin de arrojar cierta luz sobre esta cuestión, en este recuadro se analiza la información facilitada por los participantes en la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE en relación con el nivel de incertidumbre que perciben en torno a sus previsiones¹.

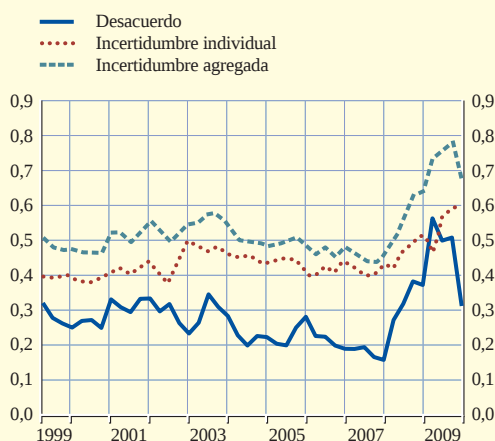
La EPE ofrece varias maneras de medir la incertidumbre de las previsiones, que se basan en el hecho de que los encuestados proporcionan una predicción o estimación puntual, así como una distribución

1 Para obtener un panorama de la incertidumbre en torno a las previsiones durante un período de tiempo más dilatado utilizando fundamentalmente datos de Consensus Economics, véase el recuadro titulado «Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009. El análisis efectuado en el presente recuadro actualiza el análisis anterior, examina una serie de alternativas y trata la incertidumbre macroeconómica de forma más general, incluyendo la incertidumbre percibida en torno a las previsiones de la inflación medida por el IAPC y de la tasa de desempleo, así como a las perspectivas de la actividad económica (crecimiento del PIB).

de probabilidad en torno a esta estimación. Una de ellas consiste en recurrir a la información que se desprende de las distintas estimaciones puntuales y considerar que el «desacuerdo» en las opiniones de los distintos analistas constituye una indicación de incertidumbre. Esta medida de incertidumbre es muy restrictiva y prescinde de la información extra facilitada por los encuestados en lo que respecta a las distribuciones de probabilidad que asignan a su predicción. Existen dos formas de utilizar esa información extra. Una de ellas es calcular la desviación típica media de las distribuciones de probabilidad individuales facilitadas por los analistas, que se conoce como incertidumbre «individual». Aunque esta medida es informativa, la evidencia muestra que, a nivel individual, los expertos tienden a infravalorar el grado de incertidumbre de sus predicciones². Para obtener una medida más amplia de la incertidumbre, se puede calcular la «incertidumbre agregada», que combina el desacuerdo y la incertidumbre individual³. En el gráfico A se muestra la evolución y la relación de las distintas medidas de la incertidumbre en torno a las previsiones de inflación a un año vista de la EPE. La incertidumbre agregada es la medida en la que se centra este recuadro, pues parece que constituye un concepto más amplio de incertidumbre macroeconómica.

Gráfico A Medidas alternativas de la incertidumbre en torno a las previsiones de inflación a un año vista de la EPE

(puntos porcentuales)



Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.

Los gráficos B-D muestran la incertidumbre agregada de la inflación medida por el IAPC, del crecimiento del PIB y de la tasa de desempleo, tal y como la perciben los participantes en la EPE del BCE a distintos horizontes. En los gráficos figura la incertidumbre agregada para los años comprendidos entre 1999 y 2009, y la zona sombreada representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media. No resulta sorprendente que, dado que se pregunta a los encuestados que hagan una previsión para el futuro, la incertidumbre media percibida sobre cada variable, suele aumentar⁴. El nivel medio de incertidumbre, especialmente a horizontes más largos, es más elevado en el caso de la tasa de desempleo. Ello podría reflejar el carácter «no estacionario» de esta tasa (es decir, en presencia de rigideces en el mercado de trabajo, las perturbaciones

2 Véase, por ejemplo, C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler y T. Rautanen (2007), «The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): A review after eight years' experience», Documento Ocasiona n.º 59, BCE, abril.

3 El «desacuerdo» se calcula como la desviación típica media de las distintas estimaciones puntuales. La «incertidumbre individual» se calcula como la desviación típica media (o dispersión) de cada distribución de probabilidad individual. La «incertidumbre agregada» se calcula como la desviación típica de la distribución agregada (que se construye sencillamente añadiendo las probabilidades individuales recogidas en la EPE y dividiendo la suma total por el número de encuestados que facilitan distribuciones de probabilidad). Se puede demostrar que la incertidumbre agregada es una función y que, por lo tanto, incorpora el desacuerdo y la incertidumbre agregada. Para más información, véase K. F. Wallis, «Combining Density and Interval Forecasts: A Modest Proposal» *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67 (Suplemento de 2005), 983-994.

4 Se pide a los participantes en la SPF sus previsiones para «horizontes cambiantes» específicos (a un año y dos años vista de los últimos datos disponibles para cada variable, en el momento en que se lleva a cabo la encuesta) y para «horizontes de un año natural». Estos últimos horizontes son el año en curso, el año próximo, el año siguiente al próximo (solo en las rondas del tercer y del cuarto trimestre) y a largo plazo (cuatro años vista en las rondas correspondientes al primer y segundo trimestres). La incertidumbre percibida en torno a las previsiones para el año en curso no aparece en los gráficos, ya que se ven muy afectadas por el momento en que se realiza la ronda de la EPE y el volumen de información de la que disponen los analistas. Por ejemplo, en la ronda correspondiente al cuarto trimestre de 2009, los encuestados disponían de datos sobre la inflación medida por el IAPC hasta septiembre de 2009, mientras que en la ronda del primer trimestre de 2009 solo tenían datos hasta diciembre de 2008.

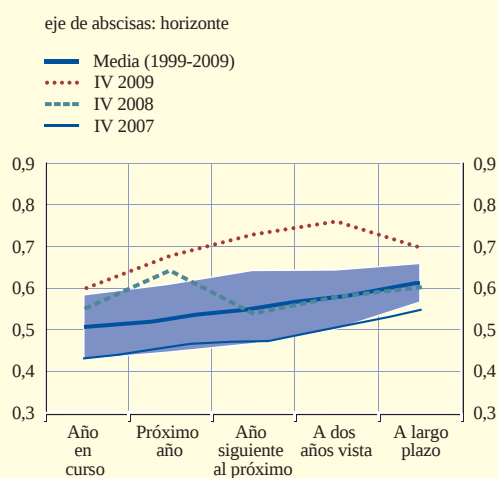
que afectan a la tasa de paro tienden a persistir). Por otra parte, es probable que las expectativas a largo plazo con respecto al crecimiento del PIB real y a la inflación estén «ancladas» respectivamente por opiniones relativas a la tasa de crecimiento potencial de la economía y a la credibilidad de la política monetaria.

Los gráficos B-D muestran asimismo el grado de incertidumbre percibido por los participantes en la EPE para cada variable en las rondas de encuestas del cuarto trimestre de 2007, de 2008 y de 2009⁵. En lo que concierne a la inflación medida por el IAPC, la incertidumbre agregada, tal y como se desprende de las respuestas de los analistas, se encontraba en un nivel relativamente bajo en el cuarto trimestre de 2007, lo que refleja principalmente un escaso nivel de desacuerdo. Esta incertidumbre había aumentado notablemente, sobre todo en los horizontes a corto plazo, en el cuarto trimestre de 2008, debido principalmente a la ampliación del desacuerdo, pero también a la elevada incertidumbre individual. En la última ronda (cuarto trimestre de 2009), la incertidumbre agregada se situó considerablemente por encima de los niveles medios. Aunque el desacuerdo sobre las perspectivas de la inflación ha descendido con respecto a su máximo (en el primer semestre de 2009), continúa siendo bastante elevado. La incertidumbre individual media se encontraba en niveles muy elevados desde un punto de vista histórico en el cuarto trimestre de 2009. En cuanto al crecimiento del PIB, la incertidumbre agregada en torno a las perspectivas de las previsiones, tal y como se desprende de las respuestas de los encuestados, se situaba también claramente por encima de sus medias históricas en el cuarto trimestre de 2009. No obstante, si bien la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento sigue siendo relativamente alta, se ha reducido sustancialmente en relación con el máximo registrado en el primer trimestre de 2009. En lo que se refiere a la tasa de desempleo, la incertidum-

5 Se considera que la última EPE disponible es la ronda correspondiente al cuarto trimestre de 2009, que se llevó a cabo en octubre de 2009, con el fin de evitar posibles problemas de estacionalidad, especialmente en el caso de los horizontes de un año natural (véase nota 4)

Gráfico B Incertidumbre agregada en torno a la inflación medida por el IAPC a partir de la EPE

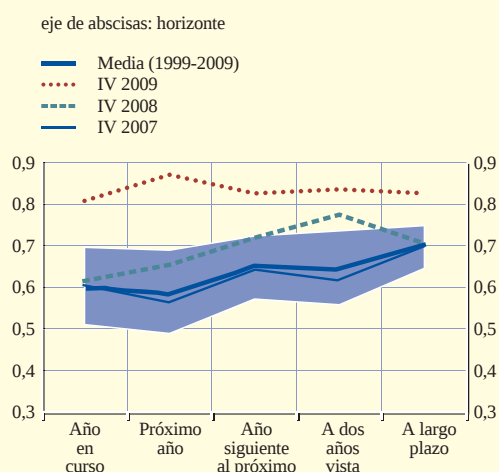
(puntos porcentuales)



Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.
Nota: La zona sombreada en azul claro representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media observada durante el periodo 1999-2009.

Gráfico C Incertidumbre agregada en torno al crecimiento del PIB a partir de la EPE

(puntos porcentuales)



Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.
Nota: La zona sombreada en azul claro representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media observada durante el periodo 1999-2009.

bre mostrada por los participantes en la encuesta fue también elevada en la ronda realizada en el cuarto trimestre de 2009, especialmente en los horizontes más largos, pero se situaba por debajo de los máximos observados en la ronda efectuada en el segundo trimestre de 2009.

En el gráfico E se presenta la media de las medidas de la incertidumbre agregada a dos años vista para la inflación medida por el IAPC, el crecimiento del PIB y la tasa de desempleo, junto con otros posibles indicadores de la incertidumbre macroeconómica, como la volatilidad implícita del mercado de renta variable (para el índice Dow Jones EURO STOXX 50), la volatilidad implícita del mercado de renta fija (para el Eurex Generic 1st «RX» Future) y el índice de sentimiento económico elaborado por la DG-ECFIN de la Comisión Europea. Por lo general, se observa un cierto grado de correlación entre los distintos indicadores. Parece también que, aunque el nivel de incertidumbre se ha moderado ligeramente en 2009, tras haber alcanzado sus máximos a comienzos de año, ha seguido siendo elevado. Este patrón es más sólido en el caso de la medida de la EPE y del índice de sentimiento económico. Las volatilidades implícitas de los mercados de renta variable y de renta fija se acercaron a las medias históricas, pero también se mantuvieron en niveles superiores a los observados en años más recientes.

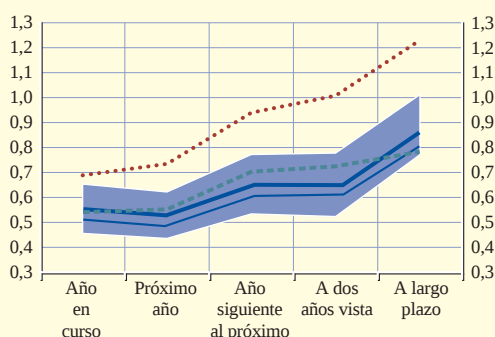
En resumen, la incertidumbre en torno a las previsiones macroeconómicas, tal y como la perciben los participantes en la EPE, ha aumentado sustancialmente desde el segundo semestre de 2008. No obstante, el máximo parece haberse alcanzado en el primer semestre de 2009. A partir de entonces, la incertidumbre percibida en la EPE ha remitido en cierta medida, a pesar de que su nivel siguió siendo muy elevado hasta el último trimestre de 2009.

Gráfico D Incertidumbre agregada en torno a la tasa de desempleo a partir de la EPE

(puntos porcentuales)

eje de abscisas: horizonte

- Media (1999-2009)
- ... IV 2009
- IV 2008
- IV 2007



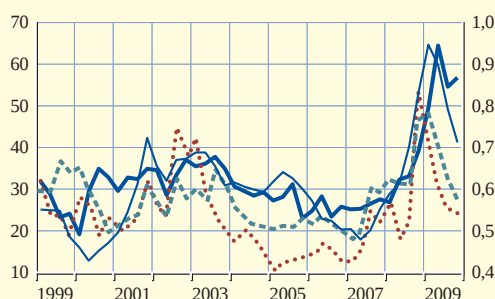
Fuentes: EPE del BCE y cálculos del BCE.

Nota: La zona sombreada en azul claro representa un rango de valores correspondientes a una desviación típica por encima y por debajo de la media observada durante el periodo 1999-2009.

Gráfico E Contraste con algunos indicadores de la incertidumbre económica

(puntos porcentuales)

- Incertidumbre a dos años vista (escala derecha)
- ... Volatilidad implícita del mercado de renta variable (escala izquierda)
- Volatilidad implícita del mercado de renta fija (escala izquierda)
- Índice de sentimiento económico (escala izquierda)



Fuentes: Bloomberg, Comisión Europea (DG-ECFIN), EPE del BCE y cálculos del BCE.

Notas: La incertidumbre a dos años vista se refiere a la media aritmética de las medidas de incertidumbre agregada para las previsiones de inflación medida por el IAPC, de crecimiento del PIB y de la tasa de desempleo a dos años vista. La medida de volatilidad implícita de los mercados de renta fija se ha multiplicado por cinco. El índice de sentimiento económico se ha invertido y se ha ajustado la escala.

MERCADO DE TRABAJO

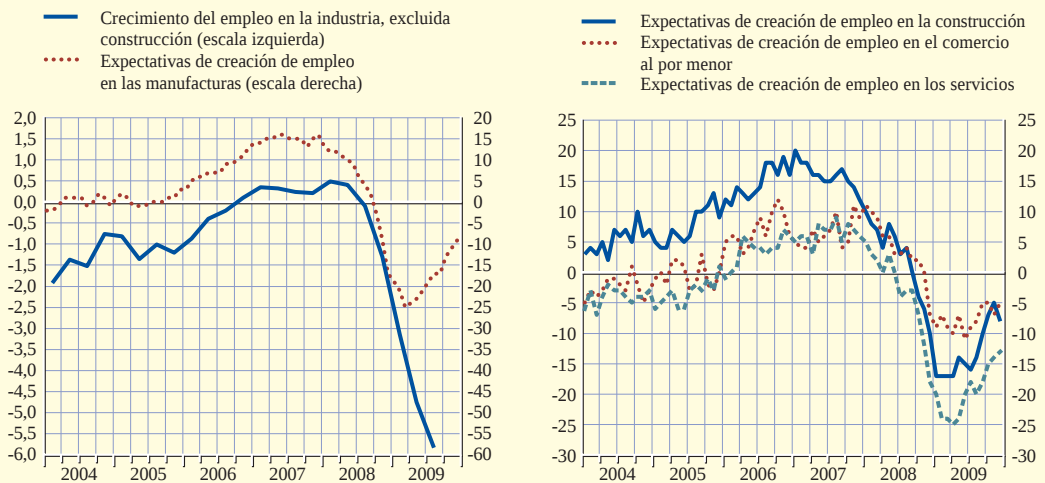
La situación en los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido deteriorándose en los últimos meses. La segunda estimación de Eurostat confirma que el empleo en la zona se redujo un 0,5%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2009. Esta tasa es la misma que se registró en el segundo trimestre, pero inferior a la observada en el primer trimestre del año (véase cuadro 6). Desde un punto de vista sectorial, la industria y la construcción han sido las más afectadas por la contracción del empleo. Mientras que el descenso intertrimestral del 1,6% registrado en el empleo en la industria (excluida la construcción) en el tercer trimestre sugiere una cierta moderación en la tasa de contracción con respecto al trimestre anterior, la reducción del empleo en la construcción indica un nuevo y claro deterioro en ese trimestre, tras haberse observado ciertas señales de mejora en el segundo trimestre. Por el contrario, el empleo en el sector servicios parece haber aguantado algo mejor, pues sólo descendió un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, la misma tasa del trimestre anterior (véase gráfico 30).

Junto con la reciente recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, las pérdidas de empleo que se han observado en los últimos trimestres han contribuido a mejorar la evolución de la productividad. Sin embargo, en términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (en términos de producto por empleado) cayó un 2% en el tercer trimestre de 2009; pero esta tasa constituye una mejora sustancial con respecto a las significativas contracciones registradas en el primer semestre del año (véase gráfico 31). Los últimos indicadores de opinión sugieren que la productividad debería haber seguido mejorando en el cuarto trimestre.

La tasa de desempleo de la zona del euro alcanzó el 10% en noviembre, frente al 9,9% observado en octubre. Esta tasa fue revisada al alza (0,1 puntos porcentuales) con respecto a la primera estimación de Eurostat. El lento incremento de la tasa de desempleo en la zona del euro enmascara la distinta evolución seguida en los países de la zona, pues el paro ha alcanzado tasas mucho más elevadas en algunos de ellos (véase gráfico 32). Si se consideran los próximos meses, los indicadores de opinión

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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



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

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

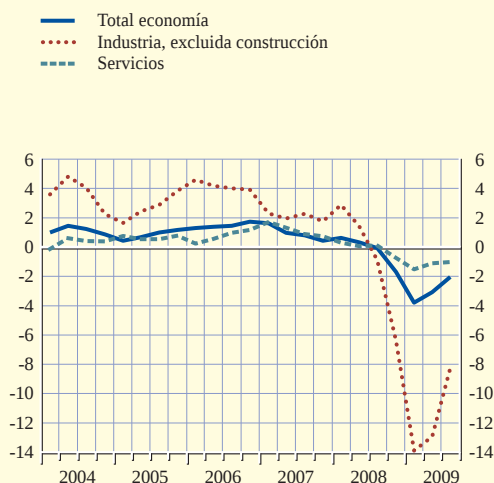
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2007	2008	2008 III	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III
Total de la economía	1,8	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,5	-1,4	-0,6	0,1	-0,8	-0,8	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7
Excluida la construcción	0,3	-0,1	-0,5	-1,1	-1,5	-1,8	-1,6
Construcción	3,8	-2,2	-1,9	-2,2	-2,3	-1,4	-2,0
Servicios	2,1	1,4	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,1
Comercio y transporte	2,0	1,3	-0,1	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1
Finanzas y empresas	4,0	2,3	0,0	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5
Administración pública ¹⁾	1,2	1,0	0,2	0,6	0,2	0,6	0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

Gráfico 31 Productividad del trabajo

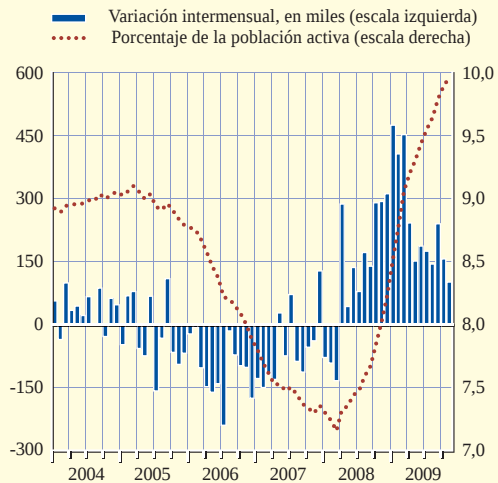
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

se han recuperado en relación con los mínimos alcanzados, pero siguen indicando que es probable que el desempleo vuelva a aumentar, aunque a un ritmo más gradual del observado y esperado a comienzos de 2009.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El PIB real de la zona del euro creció un 0,4% en el tercer trimestre de 2009, tras haber registrado una ligera contracción en el trimestre anterior. Los últimos datos indican que la actividad económica de la zona siguió mejorando en los últimos meses de 2009, aunque parece que el consumo mantuvo su debilidad. La zona del euro ha venido beneficiándose de un giro en el ciclo de existencias y de la recupera-

ción de las exportaciones, así como de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de las adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero.

No obstante, persiste la incertidumbre sobre la evolución futura, ya que algunos de los factores en que se basa la recuperación son de carácter temporal y que se prevé que la demanda interna mantenga su moderación. La volatilidad de los nuevos datos hace esperar que la economía de la zona del euro crezca a un ritmo moderado en 2010 y que el proceso de recuperación sea desigual. Es probable que la economía de la zona del euro se vea afectada por el proceso de corrección de los balances que se está llevando a cabo en los sectores financieros y no financieros, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Además, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva pueden contener la inversión, y se espera que el desempleo crezca algo más, frenando, por lo tanto, el crecimiento del consumo.

Los riesgos para las perspectivas de la actividad económica siguen estando prácticamente equilibrados. Por un lado, cabe mencionar que podrían producirse efectos más intensos de lo previsto como consecuencia de las amplias medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como de otras medidas adoptadas. La confianza también podría seguir mejorando y el comercio exterior podría recuperarse con más fuerza de lo previsto. Por otro lado, sigue preocupando que se produzca una espiral negativa de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o prolongada de lo previsto, que aumenten de nuevo los precios del petróleo y de otras materias primas, que se intensifiquen las presiones proteccionistas y que la corrección de los desequilibrios mundiales se lleve a cabo de forma desordenada.

5 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DE LA BALANZA DE PAGOS

5.1 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio del euro se ha depreciado ligeramente en términos efectivos nominales en los tres últimos meses, alcanzando niveles cercanos a la media de 2009. La depreciación del euro ha sido relativamente generalizada y se ha producido, principalmente, en diciembre.

TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

Tras experimentar algunas fluctuaciones en octubre y noviembre, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 21 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se depreció en diciembre. El 13 de enero, se situaba un 1% por debajo del nivel observado a finales de septiembre y en un nivel próximo a la media de 2009. En los tres últimos meses, la depreciación del euro ha sido más bien generalizada y solo se ha atenuado, en parte, por su apreciación frente al yen japonés (véase gráfico 33). En el recuadro 5 se presenta, de forma sucinta, un conjunto revisado de índices del tipo de cambio efectivo, en los que se tienen en cuenta los cambios en la estructura geográfica del comercio de la zona del euro.

DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

Si bien en octubre y noviembre el euro siguió apreciándose frente al dólar, en diciembre y a principios de enero se debilitó en el contexto de una apreciación relativamente generalizada de la moneda estadounidense frente a las principales monedas. La incertidumbre de los mercados, medida por la volatilidad implícita en el horizonte de tres meses, aumentó al principio y se estabilizó ligeramente a finales de 2009, para reducirse posteriormente en enero y situarse en un nivel próximo a la media de diez años (véase gráfico 34). El 13 de enero, el euro cotizaba a 1,46 dólares estadounidenses, prácticamente sin variación en comparación con finales de septiembre, pero un 4,5% por encima de la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres últimos meses, el tipo de cambio del euro frente al yen japonés ha seguido fluctuando dentro de un intervalo de 129 a 138 yenes por euro

Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro y sus componentes¹⁾

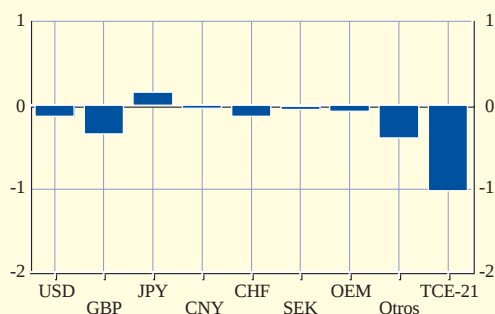
(datos diarios)

Índice: 1 1999 = 100



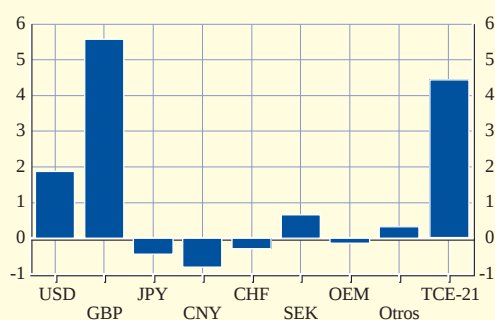
Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾

Del 30 de septiembre de 2009 al 13 de enero de 2010
(en puntos porcentuales)



Contribuciones a las variaciones del TCE-21²⁾

Del 3 de enero de 2005 al 13 de enero de 2010
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

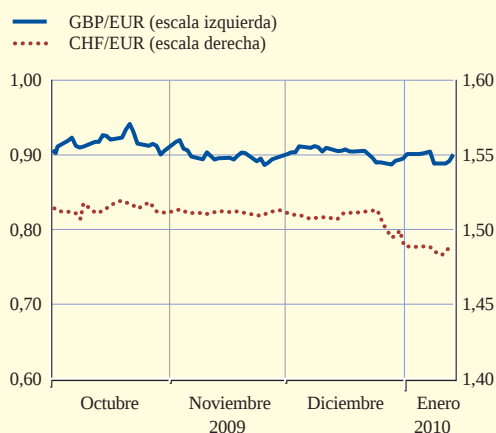
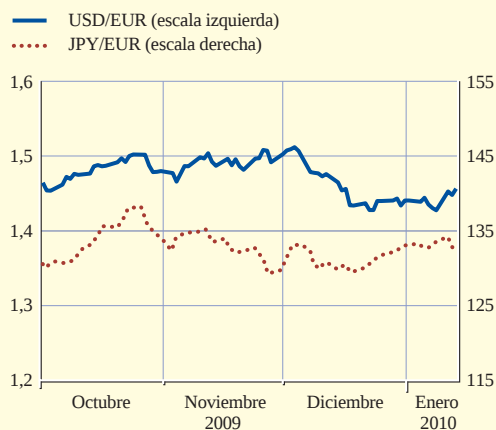
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-21 correspondientes a cada una de las monedas de los seis principales socios comerciales de la zona del euro. La categoría «Otros Estados miembros (OEM)» se refiere a la contribución agregada de las monedas de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro (excepto la GBP y la SEK). La categoría «Otros» se refiere a la contribución agregada al índice TCE-21 de los otros seis socios comerciales de la zona del euro. Las variaciones se calculan aplicando a este índice las correspondientes ponderaciones basadas en el comercio.

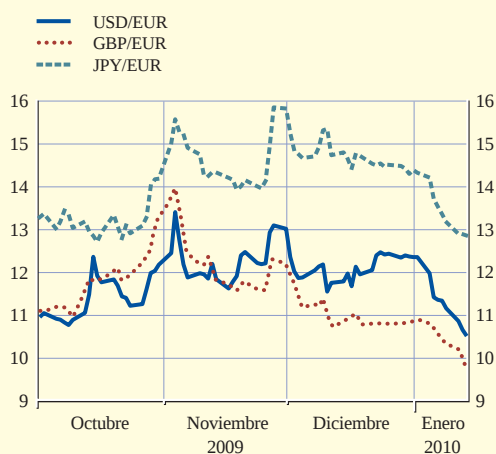
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

(véase gráfico 34). Tras aumentar de nuevo en octubre, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas se redujo, situándose en niveles próximos a la media de largo plazo (véase gráfico 34). El 13 de enero, el euro cotizaba a 133 yenes, un 1,5% por encima del nivel de finales de septiembre y un 2,1% por encima de la media de 2009.

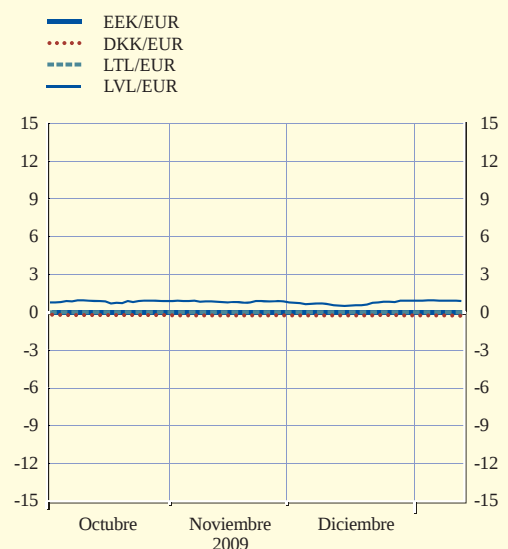
MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 13 de enero, la mayoría de las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a sus respectivas paridades o en torno a dichas paridades (véase gráfico 35). No obstante, el lats letón, se mantuvo en la zona débil de la banda de fluctuación de $\pm 1\%$ establecida unilateralmente.

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II,

Gráfico 35 Evolución de los tipos de cambio en el MTC II

(datos diarios; desviación de la paridad central en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Una desviación positiva (negativa) de la paridad central frente al euro significa que la moneda se sitúa en la zona débil (fuerte) de la banda. Para la corona danesa, la banda de fluctuación es $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es $\pm 15\%$.

el euro se depreció ligeramente frente a la libra esterlina en el cuarto trimestre. El 13 de enero, el euro cotizaba frente a la moneda británica un 1,6% por debajo del nivel observado a finales de septiembre y en un nivel cercano a la media de 2009. Desde noviembre, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre la libra esterlina y el euro ha registrado un acusado descenso, especialmente en los horizontes de uno y tres meses (véase gráfico 34). Desde finales de septiembre, el euro se ha depreciado frente al zloty polaco (un 4,1%), el leu rumano (un 2,4%) y el forint húngaro (un 1,1%), se ha apreciado frente a la corona checa (un 4%) y se ha mantenido prácticamente estable frente a la corona sueca.

OTRAS MONEDAS

En octubre y noviembre, el euro se mantuvo más bien estable frente al franco suizo, en torno a 1,51 francos por euro. En diciembre, tras un cambio en los comunicados del Banco Nacional de Suiza sobre su política cambiaria, el franco suizo se apreció frente al euro en torno a un 2%, cotizando a 1,48 francos por euro el 13 de enero. Durante el mismo período, los tipos de cambio bilaterales del euro frente al renminbi chino y el dólar de Hong Kong siguieron una evolución paralela a la observada frente al dólar estadounidense. La moneda única también se depreció frente a las principales monedas de países que producen materias primas, como el dólar canadiense (un 4,1%), el dólar australiano (un 5,2%) y la corona noruega (un 3,3%).

Recuadro 5

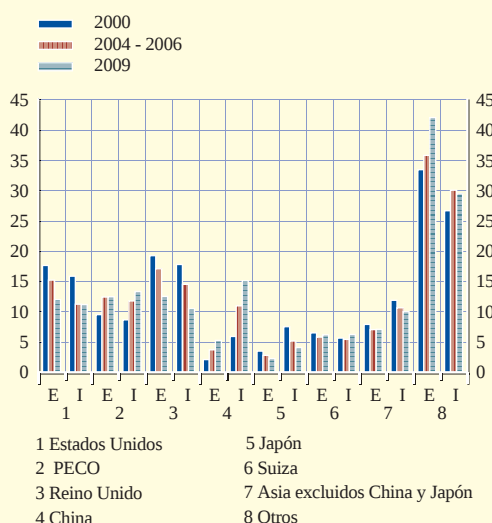
EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTERNACIONAL Y REVISIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS DEL EURO

La distribución geográfica del comercio de la zona del euro ha experimentado cambios significativos en los diez últimos años, con un aumento progresivo del peso de las economías emergentes. En este recuadro se analiza brevemente esa evolución y se presenta un conjunto revisado de tipos de cambio efectivos (TCE) del euro, resultante de la actualización de las ponderaciones subyacentes por el comercio exterior.

El cambio principal en el patrón de comercio exterior de la zona del euro en los diez últimos años ha sido el progresivo aumento del peso de China y de los países de Europa Central y Oriental (PECO)¹ en el comercio de la UE, que se ha producido en paralelo con un descenso gradual del peso de economías avanzadas como Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Suiza. El aumento del peso de China desde el comienzo de la década ha sido especialmente visible en las importaciones de la zona del euro, mientras los PECO han incrementado su peso en tasas similares en las exportaciones y en las importaciones (véase gráfico A). Las ponderaciones de los TCE se actualizan periódicamente para reflejar estos cambios; sin embargo, sólo pue-

Gráfico A Peso de diversos países y regiones en las importaciones y en las exportaciones de la zona del euro

(pesos basados en valores en euros; en porcentaje)



1 Estos países son Bulgaria, la República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia y Rumanía.

Fuente: Eurostat.
Nota: E = exportaciones; I = importaciones.

den calcularse con un desfase de algunos años debido a limitaciones en la disponibilidad de los datos, de modo que el conjunto del total de ponderaciones más reciente se basa en el promedio del comercio de los años 2004-2006. Los pesos simples del total del comercio exterior para los meses disponibles de 2009 muestran que ha continuado la tendencia general de progresivo aumento de los mercados emergentes a expensas de las economías avanzadas: la participación de China en el comercio de la zona del euro sigue creciendo, mientras que los pesos de Reino Unido y Japón registran sendas caídas tanto en las importaciones de la zona del euro como en las exportaciones a la zona. El peso de Estados Unidos en las importaciones de la zona del euro se ha mantenido relativamente estable desde el período 2004-2006, mientras que el peso en las exportaciones ha vuelto a descender. Además, el peso del resto del mundo como mercado de exportación de la zona del euro aumentó significativamente en 2009, lo que refleja, entre otras cosas, la creciente importancia de los países exportadores de petróleo (véase gráfico A).

El BCE calcula y publica TCE nominales y reales del euro frente a tres grupos de socios comerciales: el TCE-12, para un grupo integrado por 12 socios comerciales de la zona del euro; el TCE-21, que comprende los países del TCE-12 más China y los ocho Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro no incluidos en el TCE-12, y el TCE-41, integrado por los países del TCE-21 más otros 20 socios comerciales importantes (véanse las listas completas en el cuadro A).

Los TCE se construyen utilizando pesos variables, calculados basándose en los datos del comercio de manufacturas², que en 2009 representó alrededor del 82% de las exportaciones totales y del 66% de las importaciones totales. Se eligió el sector manufacturero como base para las ponderaciones por el comercio, de acuerdo con la práctica general, por dos razones: i) este segmento de comercio responde a cambios en la competitividad, y ii) hay datos disponibles sobre precios y costes relativamente buenos para casi todos los países industrializados. Las ponderaciones revisadas del TCE reflejan los cambios en la composición del comercio de la zona del euro esbozados anteriormente: por ejemplo, en comparación con los pesos utilizados para construir el índice hasta 1997, los pesos del período 2004-2006 de Reino Unido y Japón se han reducido en todos los grupos de socios comerciales. El peso de Estados Unidos también se ha reducido, salvo en el grupo más pequeño de países con los que comercia la zona del euro (véase cuadro A). China aparece como el tercer socio comercial más importante de la zona del euro, tras Estados Unidos y Reino Unido. Sin embargo, como grupo, los ocho PECO de la UE tienen un peso específico mayor que China³.

Los TCE se construyen aplicando las ponderaciones a los tipos de cambio nominales bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales. Las ponderaciones combinan información sobre las importaciones y las exportaciones y tienen por objeto registrar no sólo los flujos bilaterales directos, sino también el efecto de la competencia de los socios comerciales a la que se enfrentan los exportadores de la zona del euro en terceros mercados.

La diferencia entre las ponderaciones simples por las exportaciones y las ponderaciones dobles ilustra la importancia del efecto de la competencia de terceros mercados. Resulta sorprendente que este

2 Los TCE recientemente actualizados se calculan basándose en los datos del comercio de manufacturas correspondientes a cuatro períodos: las medias del período 1995-1997 se utilizan para construir las series hasta 1997; los datos de 1998-2000 y de 2001-2003 se utilizan en los períodos correspondientes, y las ponderaciones basadas en los datos de 2004-2006 se utilizan para calcular las series que abarcan desde el año 2004 hasta el período actual. Las ponderaciones basadas en el comercio utilizadas para construir los TCE del euro ya se actualizaron una vez, en el año 2004 (para más información, véase el recuadro 10 del Boletín Mensual de septiembre de 2004). Los dos conjuntos de ponderaciones calculadas entonces se basaron en los datos del comercio de manufacturas correspondientes a los períodos 1995-1997 (para construir los índices hasta 1999) y 1999-2001 (para calcular la serie desde 1999 en adelante).

3 Para más información, véanse la nota de prensa publicada el 15 de diciembre de 2009 y la nota metodológica a la que se hace referencia en dicha nota de prensa.

efecto de competencia incrementa el peso de los socios comerciales de Asia en el TCE. En el caso de China y el resto de Asia, ese incremento es de 4,4 y 3,7 puntos porcentuales respectivamente. Por el contrario, se reducen los pesos de los socios comerciales europeos, mientras que el peso de Estados Unidos apenas se ve afectado (véase gráfico B). Esto significa que, por ejemplo, cuando solo se consideran los flujos de comercio directos, el peso de las exportaciones de China en el índice del TCE-41 es del 4,4% y no del 8,8%. Así pues, si se considera la importancia de China también como competidor en los mercados que no forman parte de la zona del euro, su ponderación en el índice se multiplica por dos.

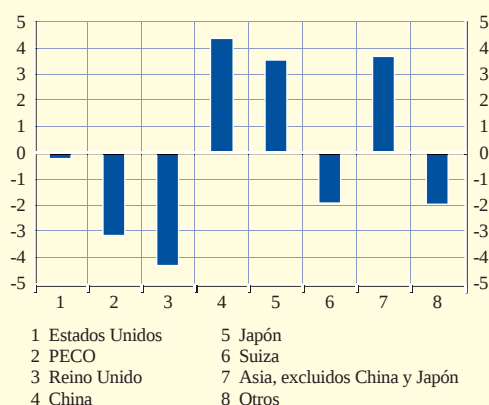
La actualización de las ponderaciones desplaza los índices del TCE calculados frente a grupos más amplios de socios comerciales ligeramente a la baja en términos nominales y de forma algo más notable en términos reales⁴. En diciembre de 2009, el TCE-41 nominal actualizado y el publicado con anterioridad se situaban un 26% y un 28%, respectivamente, por encima de los niveles medios de 1999 (véase gráfico C).

Examinando los TCE reales, que resultan mucho más apropiados para calibrar la competitividad en términos de precios y costes, se observa una diferencia entre la evolución de los índices revisados y los anteriores en los indicadores más amplios basados en 21 y 41 socios comerciales. Desde 1999 hasta diciembre de 2009, el TCE-41 real actualizado del euro, deflactado por los precios de consumo, se apreció un 13%. De haberse utilizado la estructura de ponderaciones anterior, esta apreciación habría sido del 17% (véase gráfico C).

4 Los índices reales del TCE se obtienen ajustando los índices nominales para tener en cuenta la evolución de los precios y costes relativos entre la zona del euro y sus socios comerciales. Se calculan sobre la base de los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflactores del PIB y los índices de costes laborales unitarios, estos últimos tanto para el total de la economía como para el sector manufacturero.

Gráfico B Impacto de del efecto de terceros mercados en las ponderaciones por las exportaciones al TCE-41 en 2004-2006 de algunos grupos de países

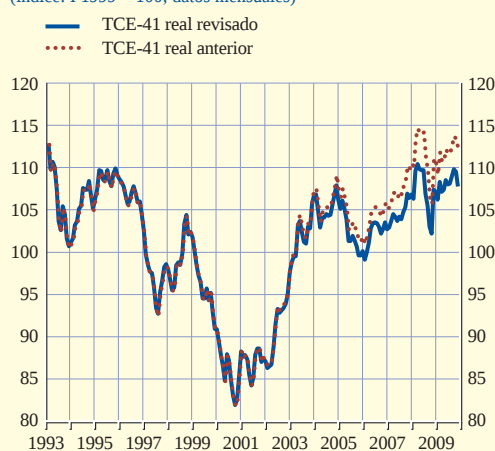
(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Gráfico C TCE reales del euro frente al grupo más amplio de socios comerciales anteriores y revisados

(índice: I 1999 = 100; datos mensuales)



Fuente: BCE.
Nota: Deflactados por el IPC.

Cuadro A Ponderaciones basadas en el comercio exterior actualizadas que se utilizan para calcular los TCE del euro

Países	TCE-12				TCE-21				TCE-41			
	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006
TCE-41									100,0	100,0	100,0	100,0
TCE-21					100,0	100,0	100,0	100,0	81,1	82,0	81,8	80,6
TCE-12	100,0	100,0	100,0	100,0	85,5	83,6	77,9	71,3	69,3	68,4	63,6	57,2
Australia	1,1	1,2	1,3	1,5	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8
Canadá	2,1	2,4	2,6	2,5	1,8	2,0	2,0	1,7	1,5	1,6	1,6	1,3
Dinamarca	3,7	3,4	3,5	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2
Hong Kong	3,0	2,6	2,6	3,1	2,6	2,1	1,9	2,0	2,1	1,7	1,5	1,6
Japón	14,1	12,8	11,8	11,6	12,0	10,8	9,2	8,3	9,8	8,9	7,6	6,7
Noruega	1,9	1,8	1,7	1,9	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	1,0	1,0
Singapur	2,6	2,3	2,2	2,5	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4
Corea del Sur	4,1	3,9	4,4	5,4	3,5	3,3	3,4	3,9	2,8	2,7	2,7	3,2
Suiza	6,7	6,1	5,7	6,5	5,7	5,2	4,5	4,8	4,7	4,3	3,8	3,9
Suecia	9,4	8,6	8,6	8,7	8,1	7,2	6,9	6,4	6,5	6,0	5,7	5,3
Reino Unido	26,4	25,7	25,9	24,7	22,6	21,6	20,3	17,8	18,3	17,8	16,7	14,3
Estados Unidos	24,9	29,3	29,8	27,9	21,3	24,3	22,9	19,6	17,2	19,8	18,6	15,6
Países adicionales que integran el												
TCE-21					14,5	16,4	22,1	28,7	11,8	13,6	18,3	23,4
Bulgaria					0,4	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4
República Checa					2,7	2,6	3,6	4,1	2,2	2,2	3,0	3,4
Estonia					0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Hungría					1,9	2,3	3,0	3,1	1,6	1,9	2,5	2,5
Letonia					0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Lituania					0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3
Polonia					2,9	3,4	4,0	4,9	2,4	2,7	3,3	3,9
Rumanía					0,9	1,0	1,4	1,7	0,7	0,8	1,1	1,4
China					5,3	6,3	9,1	13,6	4,3	5,3	7,5	11,1
Países adicionales que integran el												
TCE-41									18,9	18,0	18,2	19,4
Argelia									0,3	0,3	0,3	0,4
Argentina									0,5	0,5	0,3	0,3
Brasil									1,5	1,4	1,2	1,2
Chile									0,3	0,3	0,3	0,4
Croacia									0,5	0,4	0,5	0,5
Islandia									0,0	0,1	0,1	0,1
India									1,4	1,3	1,5	1,8
Indonesia									0,9	0,8	0,7	0,6
Israel									1,1	1,0	0,9	0,7
Malasia									1,2	1,1	1,2	1,1
México									0,8	1,2	1,3	1,2
Marruecos									0,6	0,6	0,6	0,6
Nueva Zelanda									0,1	0,1	0,1	0,1
Filipinas									0,4	0,5	0,5	0,4
Rusia									2,2	1,9	2,2	2,9
Sudáfrica									1,0	0,8	0,9	1,0
Taiwán									2,2	2,3	2,0	1,8
Tailandia									1,2	1,0	1,0	1,0
Turquía									2,1	2,3	2,3	3,0
Venezuela									0,2	0,2	0,2	0,2

1) Sin revisión.

En el contexto de la evolución más bien dinámica de la distribución geográfica del comercio exterior en los diez últimos años, los TCE reales del euro reflejan mejor los cambios registrados en la competitividad de la zona del euro, en términos de precios y costes, tras la actualización de las ponderaciones.

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro ha seguido mostrando señales de mejora. Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios repuntaron en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009 y el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo hasta 86,5 mm de euros (1,0% del PIB). En la cuenta financiera, la zona del euro registró entradas netas tanto de bonos y obligaciones como de instrumentos del mercado monetario y ligeras salidas netas de valores de renta variable en los tres meses transcurridos hasta octubre. Ello se debió a la reversión en curso de las repatriaciones de fondos de residentes en la zona del euro y a un cambio en las preferencias de los residentes en la zona del euro, que se inclinaron por los valores de renta fija en detrimento de la renta variable.

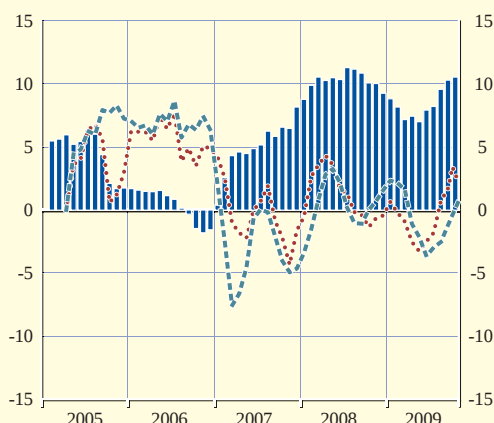
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio con países no pertenecientes a la zona del euro siguió mostrando señales de mejora en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009. Si bien las exportaciones de bienes a esos países ya habían comenzado a repuntar en los meses precedentes, también repuntaron las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona del euro, que aumentaron un 0,9% en los tres meses transcurridos hasta octubre en comparación con el período de tres meses anterior (véase gráfico 36). Esta evolución fue coherente con los aumentos de la producción industrial en la zona del euro y reflejó asimismo una menor desacumulación de existencias por parte de las empresas de la zona. Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro siguieron estando respaldadas por el fortalecimiento de la demanda exterior. La desagregación geográfica, disponible hasta septiembre de 2009 para la mayoría de los países, muestra un repunte de las exportaciones en términos reales a algunos de los principales paí-

Gráfico 36 Comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro

(tasas de variación intertrimestral, mm de euros; media móvil de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)

- Balanza de bienes (escala derecha)
- ... Exportaciones de bienes (escala izquierda)
- - - Importaciones de bienes (escala izquierda)

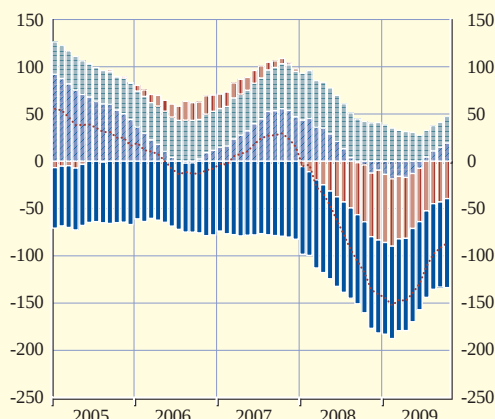


Fuente: BCE.

Gráfico 37 Principales partidas de la balanza por cuenta corriente

(mm de euros; flujos acumulados de doce meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)

- Balanza de transferencias corrientes
- ... Balanza de rentas
- - - Balanza de servicios
- /// Balanza de bienes
- ... Balanza por cuenta corriente



Fuente: BCE.

ses de la UE no pertenecientes a la zona del euro y una pérdida de impulso en el caso de las exportaciones a Asia. Las exportaciones a los países de la OPEP y Japón siguieron reduciéndose en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2009. Al mismo tiempo, el aumento de la demanda exterior quedó contrarrestado ligeramente por el impacto negativo de las pérdidas de competitividad en términos de precios de las exportaciones, como consecuencia de la apreciación generalizada del euro desde marzo de 2009. El comercio de servicios también repuntó en los tres meses transcurridos hasta octubre, registrándose sendos aumentos de las importaciones y de las exportaciones del 1,5% y del 1,0%, respectivamente, en comparación con los tres meses anteriores (véase cuadro 7).

Como resultado de esta evolución del comercio exterior de la zona del euro, la balanza de bienes acumulada de doce meses registró una nueva mejora en octubre de 2009, contabilizando un superávit por cuarto mes consecutivo (véase gráfico 37). Por lo que respecta a la balanza comercial, esta mejora se contrarrestó, en parte, con un descenso del superávit de la balanza de servicios. Junto con la caída del déficit de las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, la mejora de la balanza comercial se tradujo en una nueva reducción del déficit por cuenta corriente de la zona del euro, hasta 86,5 mm de euros (alrededor del 1,0% del PIB) en cifras acumuladas de doce meses, en comparación con el déficit de 118,0 mm de euros contabilizado un año antes.

Cuadro 7 Principales partidas de la balanza de pagos de la zona del euro

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

			Media móvil de tres meses Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2009 Sep	2009 Oct	2009 Ene	2009 Abr	2009 Jul	2009 Oct	2008 Oct	2009 Oct
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-5,0	-4,6	-16,3	-9,6	0,1	-3,1	-118,0	-86,5
Bienes	3,8	8,3	-3,8	-0,9	5,3	5,9	-3,9	19,5
Exportaciones	106,1	111,7	114,4	105,2	106,2	107,7	1.593,0	1.300,3
Importaciones	102,3	103,4	118,1	106,1	100,9	101,8	1.596,8	1.280,9
Servicios	2,0	2,6	2,9	1,9	2,1	2,3	42,2	27,6
Exportaciones	38,9	38,3	41,2	39,3	38,0	38,6	511,0	471,2
Importaciones	36,8	35,7	38,4	37,3	35,9	36,3	468,8	443,6
Rentas	-4,4	-2,2	-6,7	-2,9	-1,2	-2,4	-60,0	-39,4
Transferencias corrientes	-6,5	-13,4	-8,6	-7,7	-6,1	-8,9	-96,3	-94,1
Cuenta financiera ¹⁾	10,4	14,4	20,2	13,3	-5,2	6,4	154,0	104,3
Total inversiones directas y de cartera netas	27,3	17,7	-11,3	41,1	26,7	31,3	173,6	263,3
Inversiones directas netas	-26,2	-1,5	-26,4	-10,4	1,0	-8,3	-137,4	-132,1
Inversiones de cartera netas	53,5	19,2	15,0	51,5	25,6	39,6	311,0	395,4
Acciones y participaciones	-4,3	-29,3	-12,4	4,9	27,2	-0,7	-16,7	57,1
Valores distintos de acciones	57,8	48,5	27,5	46,6	-1,6	40,3	327,8	338,3
Bonos y obligaciones	33,2	27,6	20,9	36,1	-4,0	20,6	133,8	220,9
Instrumentos del mercado monetario	24,7	20,9	6,6	10,5	2,4	19,7	193,9	117,4
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	0,8	3,5	-11,7	-7,1	-0,2	1,5	5,7	-15,8
Importaciones	2,3	0,0	-9,4	-8,4	-4,7	1,0	9,4	-16,5
Bienes								
Exportaciones	0,8	5,3	-14,3	-8,0	0,9	1,5	5,6	-18,4
Importaciones	2,5	1,1	-10,8	-10,2	-4,9	0,9	9,9	-19,8
Servicios								
Exportaciones	0,8	-1,4	-3,7	-4,8	-3,3	1,5	5,9	-7,8
Importaciones	1,7	-3,1	-5,1	-2,7	-3,9	1,0	7,8	-5,4

Fuente: BCE.

Nota: Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

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

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la gradual recuperación de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. En diciembre de 2009, el Índice de directores de compras (PMI) de nuevos pedidos de exportación del sector manufacturero de la zona del euro registró un nuevo incremento, manteniéndose, por quinto mes consecutivo, muy por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción. También se prevé que las importaciones provenientes de fuera de la zona del euro vuelvan a aumentar, respaldadas por el fortalecimiento de la demanda interna y por la demanda adicional de consumos intermedios importados. No obstante, dado que el reciente repunte del comercio mundial y con países no pertenecientes a la zona del euro refleja, en parte, el impacto de factores transitorios —como las medidas de estímulo fiscal y el respaldo del ciclo de existencias— es de prever cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de esos factores.

CUENTA FINANCIERA

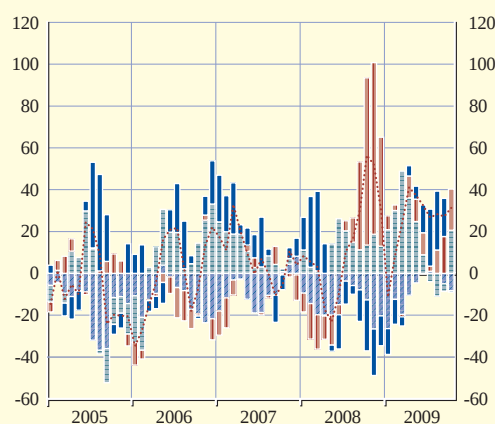
En el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009, los residentes en la zona del euro continuaron realizando compras netas de valores extranjeros de renta fija y de renta variable, revirtiéndose gradualmente la repatriación de fondos que se produjo al intensificarse la crisis financiera. Al mismo tiempo, los no residentes incrementaron sus inversiones de cartera en la zona del euro, con un cambio en sus preferencias que favoreció la inversión en valores de renta fija. Como resultado de lo anterior, se registraron entradas netas de valores distintos de acciones, que se distribuyeron casi por igual entre bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario, y ligeras salidas netas de valores de renta variable en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009 (véase gráfico 38).

El cambio en las preferencias de los no residentes por los bonos y obligaciones de la zona del euro, que se tradujo en una menor demanda de valores de renta variable de la zona, parece coherente con la evolución de los diferenciales de rendimiento y las valoraciones de los mercados bursátiles. Si bien el dife-

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

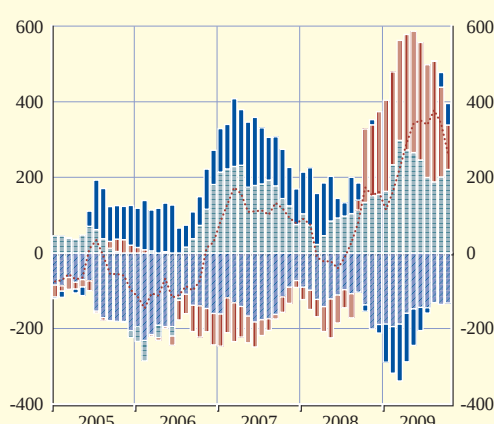
(mm de euros; flujos netos; medias móviles de tres meses;
datos mensuales)

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



(mm de euros; flujos netos acumulados de doce meses;
datos mensuales)

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



Fuente: BCE.

rencial de rendimiento positivo entre los bonos de la zona del euro y los de otras grandes economías, como Estados Unidos, parece haber estimulado a los inversores extranjeros a aumentar sus compras de bonos y obligaciones de la zona del euro, la caída de las compras netas de valores de renta variable de la zona del euro podría guardar relación con las percepciones del mercado respecto a unas perspectivas algo menos favorables para las empresas de la zona, como se refleja en el descenso de las valoraciones de los mercados bursátiles en octubre de 2009. Además, la zona del euro siguió registrando entradas netas de instrumentos del mercado monetario, aunque continuaron situándose muy por debajo de los máximos observados el pasado año.

La inversión directa repuntó ligeramente en el período de tres meses transcurrido hasta octubre, especialmente las inversiones de la zona del euro en el exterior. Como resultado, la zona registró un incremento, en promedio, de las salidas netas de inversiones directas en esos tres meses a diferencia de las entradas netas contabilizadas en el período de tres meses precedente. Este incremento, resultante tanto del aumento de las salidas netas de acciones y otras participaciones y de beneficios reinvertidos, así como de otro capital, podría deberse, en parte, a que las empresas de la zona del euro han aprovechado la apreciación del euro para adquirir activos en el exterior.

En conjunto, la zona del euro registró un ligero aumento, en promedio, de las entradas netas totales de inversiones directas y de cartera en el período de tres meses transcurrido hasta octubre de 2009 en comparación con el período de tres meses anterior. En cifras acumuladas de doce meses, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera ascendieron a 263,3 mm de euros en octubre de 2009, frente a los 173,6 mm de euros contabilizados un año antes (véase gráfico 38).

ARTÍCULOS

LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

La valoración que realiza el BCE de su orientación de la política monetaria es fundamental para preparar sus decisiones de política monetaria. Dicha valoración trata de determinar si la política monetaria está contribuyendo a la evolución económica, financiera y monetaria de forma que preserve la estabilidad de precios a medio plazo, y es una de las importantes fuentes de información que el Consejo de Gobierno del BCE considera al tomar sus decisiones de política monetaria.

La respuesta del BCE a la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008 constituye un buen ejemplo de este proceso, que abarca desde la valoración de la orientación de la política monetaria hasta la decisión de ajustarla, seguido por la señalización y la aplicación de la orientación adecuada. La estrategia de política monetaria del BCE, de carácter general y centrada en el medio plazo, ha servido de guía en la formulación y en la aplicación de la orientación de la política monetaria durante la crisis. Concretamente, el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo ha hecho necesario reducir con rapidez los tipos de interés oficiales del BCE y adoptar medidas no convencionales para asegurar su transmisión efectiva a la economía, con el objeto de hacer frente a la crisis financiera y amortiguar su impacto sobre la economía real. Por consiguiente, el BCE ha puesto en práctica una política de apoyo reforzado al crédito. Estas medidas excepcionales son temporales y se retirarán progresivamente, en el momento que se estime oportuno, cuando las condiciones financieras mejoren o en caso de que dichas medidas comiencen a plantear riesgos para el objetivo prioritario del BCE de mantener la estabilidad de precios.

I INTRODUCCIÓN

Las buenas decisiones se basan en una información exhaustiva, en un análisis adecuado y en un criterio apropiado. Las decisiones de los bancos centrales se basan en la valoración de su orientación de la política monetaria. Esta orientación puede definirse como la contribución que la política monetaria realiza a la evolución económica, financiera y monetaria. Las acciones de política monetaria afectan a la fijación de los tipos de interés de mercado y a los precios de la economía a través de diversos canales, influyendo con ello en la actividad económica y en la inflación en un proceso conocido como «transmisión de la política monetaria». Por consiguiente, la valoración de la orientación de la política monetaria puede definirse como el proceso que tiene por objeto determinar si la contribución de las medidas de política monetaria es adecuada considerando los objetivos del banco central, y sobre la base de esta valoración calibra sus acciones un banco central.

En el caso del BCE, el objetivo primordial, según establece el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea, es mantener la estabilidad de precios. Por consiguiente, el Consejo de Gobierno del BCE analiza si el impacto que la política moneta-

ria está teniendo sobre la economía y, en última instancia, sobre la estabilidad de precios —es decir, su orientación de la política monetaria— es adecuado para lograr su objetivo primordial, teniendo en cuenta todos los factores que afectan a las perspectivas de inflación a medio plazo. Es posible que la orientación considerada apropiada en la reunión previa en la que se toman las decisiones de política monetaria requiera un ajuste si se recibe nueva información. A continuación, el Consejo de Gobierno toma una decisión sobre el rumbo de la política monetaria para que la orientación se ajuste al objetivo de estabilidad de precios.

La gravedad de la crisis financiera a partir del otoño de 2008 y su propagación a la economía real, junto con los elevados niveles de incertidumbre resultantes, han dificultado tanto la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios como la forma en que la política monetaria puede influir en la economía de la zona del euro con el fin de asegurar la estabilidad de precios. En tales circunstancias, el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo ha hecho necesario reducir con rapidez los tipos de interés oficiales del BCE e introducir medidas temporales para garantizar su transmisión efectiva a la economía, con el fin de



hacer frente a la crisis financiera y amortiguar su impacto sobre la economía real. Como las condiciones económicas y financieras han mejorado, no todas las medidas excepcionales adoptadas se necesitan en la misma medida que en el pasado y, de hecho, continuar aplicándolas podría incluso tener efectos económicos y financieros adversos.

En este contexto, en el presente artículo se describe el modo en que el BCE ha llevado a cabo la valoración, la señalización y la aplicación de la orientación de la política monetaria durante la reciente crisis financiera. En la sección 2 se presenta la valoración que realiza el BCE de la orientación de la política monetaria en épocas normales, y en la sección 3 se muestra cómo la crisis financiera ha dificultado la valoración de dicha orientación, así como la señalización y la aplicación de la orientación deseada. En la sección 4 se considera la necesidad de retirar gradualmente, y cuando se estime oportuno, las medidas extraordinarias adoptadas en respuesta a la crisis en el marco de la valoración de la orientación de la política monetaria, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ÉPOCAS NORMALES

2.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE SE BASAN EN LA VALORACIÓN DE SU ORIENTACIÓN

Dado que la orientación de la política monetaria se define como la contribución que la política monetaria realiza a la evolución económica, financiera y monetaria, la valoración de dicha orientación supone considerar si esta contribución es acorde con el objetivo del banco central. Por consiguiente, en el caso del BCE, esta valoración conlleva dos elementos: i) el establecimiento de un criterio sobre las perspectivas de inflación a medio plazo, y en particular sobre los riesgos para la estabilidad de precios, y ii) la identificación de la contribución que la política monetaria (es decir, su orientación actual y, dados los desfases que se producen en la transmisión, su orientación pasada) realiza a la economía de la zona del euro y al mantenimiento de la estabilidad de precios.

Valorar la orientación de la política monetaria en tiempo real es siempre un ejercicio complejo, ya que se debe tener en cuenta la incertidumbre existente en torno a la situación económica actual y futura y al funcionamiento de la economía, incluida la transmisión de la propia política monetaria. Dada la incertidumbre a la que están sometidas dichas valoraciones cuando se realizan en tiempo real, el análisis debe ser general y de carácter prospectivo, e incluir toda la información relevante para formarse una opinión sobre los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, incluida la influencia potencial de la política monetaria. La estrategia de política monetaria del BCE asegura que la valoración de la orientación de dicha política es de carácter general y se centra en el medio plazo. En concreto, la estrategia tiene una estructura basada en dos pilares —que comprende un análisis económico y un análisis monetario— que proporciona dos perspectivas complementarias sobre la evolución de los precios¹. El Consejo de Gobierno toma una decisión sobre la orientación adecuada de la política monetaria contrastando las indicaciones sobre los riesgos para la estabilidad de precios procedentes del análisis económico con las obtenidas del análisis monetario. Al realizar este contraste se consideran todos los aspectos complementarios existentes entre los dos pilares. De este modo, la valoración de la orientación de la política monetaria tiene en cuenta una amplia variedad de datos económicos, financieros y monetarios utilizando diversos modelos y análisis. También es esencial un elemento de juicio basado en la experiencia adquirida.

Esta valoración general y centrada en el medio plazo de la orientación de la política monetaria asegura la solidez de las decisiones de política monetaria, ya que reduce el riesgo de cometer errores como consecuencia de una dependencia excesiva de una sola predicción o modelo, o de indicadores sintéticos de la orientación de la política monetaria (como los obtenidos a partir de las tasas naturales de interés, de las reglas de Taylor y de los indicadores de las condiciones monetarias y financieras). El enfoque adoptado por el Conse-

¹ Véase el capítulo 3 de la edición especial del Boletín Mensual (titulada «10.º Aniversario del BCE»), publicada en mayo de 2008.

jo de Gobierno garantiza que toda la información relevante para valorar la evolución futura de los precios se utiliza de manera coherente y eficiente, facilitando el proceso de toma de decisiones y su comunicación.

2.2 SEÑALIZACIÓN Y APLICACIÓN DE LA ORIENTACIÓN DESEADA

Para conseguir que la orientación de la política monetaria sea adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, en primer lugar, el Consejo de Gobierno fija los tipos de interés oficiales del BCE. En circunstancias normales, los tipos oficiales son el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, que forman una banda en torno al tipo mínimo de puja. A continuación, el Eurosistema controla que los tipos de interés a corto plazo de mercado permanezcan dentro de esta banda, normalmente en torno al tipo mínimo de puja, a través de sus operaciones de política monetaria. La transmisión de la política monetaria a la economía se inicia con estos tipos a corto plazo y, en última instancia, influye en la evolución de los precios. La estrategia de comunicación del BCE sirve de apoyo a la señalización y a la consecución de la orientación deseada.

SEPARACIÓN ENTRE DECISIONES Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El principio fundamental en el que se sustenta el marco operativo del Eurosistema para la aplicación de la orientación de la política monetaria es el concepto de eficiencia operativa. El marco operativo respalda el cumplimiento, por parte de la política monetaria, del mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios facilitando que las decisiones de política monetaria se transmitan a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario con la mayor rapidez y precisión posibles. Esto hace que exista una línea divisoria entre las decisiones de política monetaria y la aplicación de la orientación pretendida a través de las operaciones de política monetaria. De conformidad con el mandato del BCE, las decisiones de política monetaria se orientan hacia el mantenimiento de la

estabilidad de precios (e incluyen, en particular, la fijación de los tipos de interés oficiales del BCE que señalan la orientación de la política monetaria). Tras la adopción de las decisiones de política monetaria, las operaciones de política monetaria mantienen los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario en niveles acordes con el nivel establecido por las citadas decisiones. En épocas normales, el principio de separación exige que el índice medio del tipo del euro a un día (EONIA) se mantenga muy próximo al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. En circunstancias excepcionales, cuando los diferenciales del mercado monetario [esto es, los diferenciales entre el tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR) y los tipos de los *swaps* del EONIA] se situaron en niveles anormalmente elevados, el Consejo de Gobierno decidió adoptar un enfoque consistente en aplicar un tipo de interés fijo con adjudicación plena en todas las operaciones de financiación, lo que ha contribuido a compensar las anomalías observadas en los diferenciales de los tipos de interés del mercado monetario y a que el EONIA haya fluctuado en niveles más próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito (véase sección 3).

APLICACIÓN Y TRANSMISIÓN

La aplicación de la orientación de la política monetaria se lleva a cabo a través del marco operativo del Eurosistema. Las operaciones de política monetaria señalan el inicio del proceso de transmisión de la orientación de la política monetaria mediante el control del coste marginal de financiación de las entidades de crédito. En general, el Eurosistema lo hace asignando un volumen de liquidez que permite que las entidades de crédito de la zona del euro satisfagan sus necesidades de liquidez a un precio acorde con los tipos de interés oficiales fijados por los responsables de la política monetaria. Estas necesidades de liquidez comprenden la liquidez necesaria para cumplir las exigencias de reservas que el BCE impone a las entidades, así como las derivadas de cambios en factores en los que el Eurosistema no puede influir directamente, los denominados «factores autónomos» (por ejemplo, los billetes en circulación y los depósitos que las Administraciones Pú-

blicas mantienen en el Eurosistema). Más concretamente, el BCE suele ejecutar sus operaciones principales de financiación mediante procedimientos de subasta a tipo de interés variable en los que se aplica el tipo mínimo de puja.

Normalmente, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, como el EONIA, se controlan de forma que se mantengan en niveles acordes con el tipo mínimo de puja, tras la adjudicación de un volumen de liquidez en las operaciones principales de financiación que permite a las entidades de crédito cumplir sin problemas sus exigencias de reservas durante un período de mantenimiento (aproximadamente, un mes). El importe adjudicado en las operaciones principales de financiación tiene en cuenta no solo las necesidades de liquidez resultantes de los «factores autónomos», sino también la liquidez proporcionada a través de otras operaciones, generalmente las operaciones de financiación a plazo más largo. Los tipos de interés de las facilidades permanentes del BCE limitan de manera efectiva el grado de variación de los tipos de interés a un día: la facilidad marginal de crédito permite que las entidades de crédito reciban liquidez a un día del BCE, mientras que la facilidad de depósito les permite depositar a un día la liquidez sobrante².

La transmisión de la política monetaria a la economía real comienza con los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y, en última instancia, influye en la evolución de los precios. De este modo, las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario se transmiten a los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a los préstamos y créditos. Esto afecta a variables como el dinero, el crecimiento del crédito y el precio de los activos. Estos, a su vez, junto con factores externos, provocan modificaciones en la oferta y la demanda macroeconómicas y, por último, cambios en la inflación.

LA COMUNICACIÓN DEL BCE DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política de comunicación del BCE constituye un elemento fundamental de la transmisión de la política monetaria. La transparencia del BCE en sus comunicaciones contribuye a una aplicación efectiva y eficaz de la orientación de la política monetaria.

En primer lugar, explicar la valoración de la orientación de la política monetaria en la que se sustentan las decisiones contribuye a que el público en general y los mercados conozcan y comprendan las decisiones de política monetaria del BCE. A este respecto, la estructura basada en dos pilares utilizada para realizar la valoración proporciona un marco sistemático no solo para el proceso interno de toma de decisiones (como se ha indicado anteriormente), sino también para la comunicación externa con el público. La utilización del mismo marco en el ámbito interno y en el externo ha ayudado al BCE a asegurar que su política monetaria siga siendo coherente, creíble y efectiva.

Un segundo aspecto relacionado es que una buena comunicación ayuda a los agentes privados a comprender la contribución que la política monetaria pretende hacer a la evolución económica y de los precios a lo largo del tiempo. Ciertamente, en la medida en que la comunicación ayuda a los mercados a entender mejor las respuestas de la política monetaria a la evolución y a las perturbaciones económicas, también contribuye a anticipar la orientación general de la política monetaria a medio plazo. Esta orientación implícita ayuda a reforzar la previsibilidad de la evolución de la política monetaria en el tiempo e influye en las expectativas sobre la trayectoria futura de los tipos de interés, aumentando con ello la efectividad de la política monetaria.

En tercer lugar, una comunicación creíble del firme compromiso que el BCE mantiene con su objetivo sirve para anclar las expectativas de inflación, facilitando con ello la ejecución de la política monetaria³. La disposición del BCE a actuar (su «actitud creíble de alerta»), su enfoque firme y

2 La aplicación de la política monetaria en épocas normales y en las diversas fases de la crisis se describe con detalle en el artículo titulado «La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», publicado en el Boletín Mensual de julio de 2009.

3 Al mismo tiempo, este anclaje minimiza los costes de las relaciones contractuales (reduciendo las primas de riesgo de inflación). En líneas más generales, al proporcionar un ancla de estabilidad en un mundo de fluctuaciones económicas, el BCE debería influir positivamente en la confianza de los agentes económicos en épocas de incertidumbre, lo que posiblemente facilitaría también una corrección más rápida y sostenible de las fases de desaceleración económica. Por tanto, este anclaje de las expectativas de inflación propicia un entorno que conduce a un crecimiento económico sostenible y al empleo en la zona del euro.

su comunicación facilitan una utilización eficiente de su instrumento de tipos de interés.

En general, la comunicación explica los criterios en los que se basan las decisiones de política monetaria, orienta las expectativas en consonancia con la valoración del banco central y ayuda a anclar dichas expectativas en niveles acordes con la estabilidad de precios. Por tanto, la comunicación del BCE es fundamental para la aplicación de la orientación deseada, ya que contribuye a que los conocimientos y las expectativas del público y de los mercados se ajusten a esta orientación deseada y al objetivo final de estabilidad de precios.

3 LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS RECIENTE

La crisis financiera ha complicado la valoración que se realiza para determinar una orientación de la política monetaria que sea adecuada para el mantenimiento de la estabilidad de precios y para la señalización y la aplicación de dicha orientación⁴.

3.1 LA VALORACIÓN DE LA ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DURANTE LA CRISIS

VALORACIÓN EN UN ENTORNO DE MAYOR INCERTIDUMBRE

La valoración de la orientación de la política monetaria es ya una tarea compleja en épocas normales, y resulta aún más difícil cuando la situación económica cambia con rapidez y existe un grado elevado de incertidumbre. Cuando comenzaron las turbulencias financieras, y especialmente cuando se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la valoración de la orientación de la política monetaria tuvo que realizarse en un entorno de mayor incertidumbre. Como las circunstancias eran excepcionales, las regularidades observadas en épocas normales no pudieron utilizarse para interpretar la evolución de muchas variables económicas y financieras. Esto hizo que los modelos y las proyecciones tradicionales basados en esas regularidades fueran menos fiables que en el pasado⁵. La incertidumbre existente estaba rela-

cionada tanto con la naturaleza de las perturbaciones que afectaban a la economía de la zona del euro como con el funcionamiento de la propia economía. Cabe destacar que resultó difícil valorar en tiempo real la naturaleza y el alcance de la evolución financiera y su propagación a la economía real. Como la confianza se estaba desvaneciendo en el mercado interbancario y el mercado monetario funcionaba mal, la transmisión de la política monetaria se vio alterada. Ciertamente, en la zona del euro la primera fase del proceso de transmisión se sustenta, en gran medida, en la intermediación en el sector bancario y, en consecuencia, resultó más difícil calibrar los dos elementos primordiales de la valoración de la orientación, como se describe en la sección 2.1, concretamente: i) las perspectivas de estabilidad de precios a medio plazo, y ii) la contribución que, en última instancia, la política monetaria hace a esas perspectivas.

EL ENFOQUE GENERAL HA SIDO ESPECIALMENTE ÚTIL PARA EL BCE

Las ventajas del enfoque general basado en dos pilares que utiliza el BCE para realizar la valoración de la orientación de la política monetaria han sido especialmente evidentes durante la crisis financiera. Para asegurar una respuesta adecuada de la política monetaria, es fundamental mirar más allá de la volatilidad de los datos económicos y financieros y comprender la evolución subyacente. En ese contexto de mayor incertidumbre, el enfoque general que aplica el BCE en su estrategia de política monetaria ha permitido a los responsables de dicha política obtener una imagen más exhaustiva y adecuada de la evolución subyacente y de los riesgos para la estabilidad de precios asociados a dicha evolución. En concreto, el análisis económico ha ayudado al BCE a comprender el impacto que factores externos [por ejemplo, la evolución de los precios del petróleo y de segmentos específicos de mercado, como el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (*subprime*)] tienen en la eco-

4 Para más detalles sobre la información que se presenta en esta sección, véanse los discursos pronunciados por el presidente del BCE el 13 de julio de 2009 en Múnich, el 22 de agosto de 2009 en Jackson Hole y el 4 de septiembre de 2009 en Fráncfort del Meno.

5 Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

nomía de la zona del euro, así como los vínculos entre el ámbito financiero y la economía real. El análisis económico también ha ayudado al BCE a comprender y a anticipar la inversión de la tendencia inflacionista asociada a acusados aumentos previos de los precios de la energía, lo que ha evitado que cualquier posibilidad de desinflación observada en 2009 se confundiera con deflación y desencadenara reacciones políticas inadecuadas. El análisis monetario ha contribuido a mantener una perspectiva de medio plazo, dado el vínculo fundamental existente entre el dinero y la inflación en horizontes temporales a más largo plazo, así como a comprender mejor la evolución de los agregados monetarios, los balances de las entidades de crédito, los mercados monetarios, los precios de los activos y los flujos de crédito, que han sido de crucial interés, dado el origen financiero de la desaceleración económica⁶.

A su vez, la percepción de la evolución subyacente que se incluye en la valoración de la orientación de la política monetaria que realiza el BCE ha constituido la base de las decisiones sobre los tipos de interés y de las medidas no convencionales adoptadas. Se ha de observar que las medidas de política monetaria se han adoptado una vez comprendidas las distorsiones que afectan al mecanismo de transmisión e identificados los canales a través de los cuales las turbulencias financieras podrían propagarse a la economía real, con el fin de contener estos efectos de contagio y los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios asociados.

3.2 LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

En las excepcionales circunstancias generadas por la crisis financiera, la señalización y la aplicación por parte del BCE de su orientación de la política monetaria han supuesto no solo tomar decisiones sobre los tipos de interés, sino también adoptar medidas no convencionales.

Al iniciarse las turbulencias financieras, cuando el acceso a la liquidez en los mercados monetarios se vio seriamente dificultado en agosto de 2007, el Eurosistema reaccionó con rapidez para asegurar que esa situación no desembocaba en una crisis fi-

nanciera sistémica grave. Esta reacción consistió, principalmente, en la modificación del calendario y del plazo de vencimiento de sus operaciones de inyección de liquidez, con el fin de satisfacer las necesidades de financiación de las entidades de crédito. Además, proporcionó liquidez en divisas. Tras la quiebra de Lehman Brothers, las turbulencias se intensificaron y se convirtieron en una crisis financiera que se propagó con rapidez al sistema financiero mundial y provocó una fuerte desaceleración económica en la zona del euro, lo que generó presiones inflacionistas moderadas. En respuesta a estas circunstancias, el Consejo de Gobierno adoptó una serie de medidas convencionales y otras no convencionales. En consecuencia, ante los cambios producidos en la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno redujo 325 puntos básicos, hasta el 1%, los tipos de interés oficiales del BCE, un nivel no registrado en los países de la zona al menos desde la Segunda Guerra Mundial.

Dado que el funcionamiento del sistema financiero, y en particular del mercado monetario, se vio seriamente dificultado, el Consejo de Gobierno adoptó una serie de medidas no convencionales para evitar una crisis sistémica de liquidez en el sistema financiero de la zona del euro, respaldar la transmisión de sus decisiones sobre tipos de interés y potenciar el flujo de crédito a los hogares y a las empresas.

APOYO REFORZADO AL CRÉDITO

El «apoyo reforzado al crédito» del BCE ha consistido en la adopción de medidas no convencionales que respaldan las condiciones financieras y los flujos de crédito más allá de lo que se habría logrado únicamente mediante recortes de los tipos de interés oficiales del BCE.

Este enfoque se ha adaptado específicamente a la estructura financiera de la economía de la zona del euro y a las circunstancias concretas de la crisis financiera global. Se ha centrado en las entidades de crédito, dado que son la principal fuente de financiación de la economía real en la zona del euro. Ciertamente, la mayor parte de la financiación externa de

⁶ Véase el artículo titulado «El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009.

las sociedades no financieras procede del sector bancario. Este sector es especialmente importante a la hora de proporcionar financiación a las pequeñas y medianas empresas, que, a su vez, desempeñan un papel esencial en la economía de la zona. En cuanto a las circunstancias específicas de la crisis, dos factores han sido especialmente relevantes. En primer lugar, dado el riesgo sistémico de liquidez que ha planteado la crisis, las medidas se han centrado en asegurar que las entidades de crédito tengan acceso sin restricciones a la liquidez proporcionada por el banco central en estas circunstancias excepcionales. En segundo lugar, dado que el acceso de las entidades de la zona del euro a los mercados interbancarios de divisas se vio seriamente obstaculizado, el BCE decidió proporcionar liquidez en dólares estadounidenses al sector bancario de la zona a cambio de activos de garantía denominados en euros. Esta medida se ha respaldado en el acuerdo de líneas *swap* establecido con la Reserva Federal de Estados Unidos⁷. Más concretamente, el apoyo reforzado al crédito incluye cinco medidas:

1. El suministro de liquidez ilimitada a las entidades de crédito de la zona del euro a un tipo de interés fijo en todas las operaciones de financiación, previa entrega de activos de garantía adecuados.
2. La prolongación del plazo máximo de vencimiento de las operaciones de financiación, de tres meses antes de la crisis a un año.
3. La ampliación de la lista de activos aceptados como garantía.
4. La provisión de liquidez en divisas (principalmente, dólares estadounidenses).
5. La realización de adquisiciones directas en el mercado de bonos garantizados (*covered bonds*).

Estas medidas se centran en el sector bancario. Las cuatro primeras están relacionadas con el suministro de liquidez en euros y en divisas, mientras que la decisión de adquirir directamente bonos garantizados se adoptó para apoyar a este segmento de mercado, ya que es un mercado fi-

nanciero muy importante en Europa y una de las principales fuentes de financiación de las entidades de crédito. Esta medida ha fomentado las emisiones en los mercados primarios y ha reducido los diferenciales especialmente elevados registrados en este mercado.

Estas medidas de apoyo reforzado al crédito representan el enfoque no convencional adoptado por el BCE en la formulación de la política monetaria en el contexto de la reciente crisis financiera, y no pueden compararse con las medidas de «relajación crediticia» adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos ni con la «política de relajación cuantitativa» aplicada por el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra. Los principales bancos centrales del mundo están unidos en cuanto al objetivo, pero actúan en economías y en entornos institucionales que son muy diferentes. En Estados Unidos, por ejemplo, la principal fuente de financiación externa de las empresas la constituyen los mercados financieros, y no las entidades de crédito, lo que explica por qué las medidas se centran mucho más en las adquisiciones directas en los mercados financieros. Además, las diferencias en los mecanismos institucionales pueden tener un impacto sobre los marcos operativos de los bancos centrales.

DEBILITAMIENTO TEMPORAL DEL ESTRECHO VÍNCULO EXISTENTE ENTRE LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO

En estas excepcionales circunstancias, la señalización de la orientación de la política monetaria se ha tornado más difícil. La estrecha relación que suele existir entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos del mercado monetario ha adquirido un cariz diferente y más complejo. La decisión de aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación (en lugar de proporcionar liquidez a través de subastas competitivas) y de ampliar a un año el plazo máximo de vencimiento de las operaciones durante un plazo transitorio pero prolongado ha sido necesaria para mitigar los efectos del defi-

7 El BCE también ha establecido acuerdos de líneas *swap* para francos suizos y coronas suecas.

ciente funcionamiento del mercado monetario. La fuerte demanda de liquidez de los participantes en el mercado, atendida plenamente por el Eurosistema, ha hecho que los tipos de interés a un día del mercado monetario hayan caído bastante por debajo del tipo de las operaciones principales de financiación y se hayan situado relativamente próximos al tipo de interés de la facilidad de depósito. A este respecto, las medidas no convencionales han hecho que, temporalmente, la relación entre las decisiones de política monetaria y las operaciones de política monetaria sea diferente. En estas circunstancias extraordinarias, el nuevo nivel del tipo a un día del mercado monetario se consideró aceptable como un medio para ayudar a contrarrestar el deficiente funcionamiento del mercado monetario, y en particular los anormalmente elevados diferenciales de los tipos del mercado monetario a plazo. En este contexto, el tipo de interés de la facilidad de depósito ha desempeñado un papel más importante que en el pasado con respecto al EONIA y a otros tipos de interés a muy corto plazo del mercado monetario.

UNA ORIENTACIÓN CENTRADA EN LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

La respuesta de la política monetaria a la crisis financiera se ha centrado en la consecución del objetivo de estabilidad de precios del BCE. El firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo es fundamental para fomentar un crecimiento sostenible y el empleo, y contribuir a la estabilidad financiera.

Las acciones del BCE han contribuido a facilitar el acceso del sector bancario a la liquidez y la recuperación de la economía de la zona del euro, permitiendo aplicar una orientación de la política monetaria adecuada para mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Las medidas adoptadas en respuesta a la intensificación de la crisis financiera han contribuido a la normalización de las condiciones económicas y financieras. En concreto, las medidas aplicadas por el Eurosistema han apoyado los flujos de crédito a la economía a través tanto de factores de oferta (principalmente, aliviando las presiones de financiación del sector bancario) como de demanda (como consecuencia

de los niveles muy reducidos de los tipos de interés). Además, al recalcar su firme compromiso con la estabilidad de precios, así como su disposición a actuar y obrar en consecuencia, el BCE se ha presentado a sí mismo como un ancla de estabilidad en épocas de mayor incertidumbre, lo que ha sido fundamental para fomentar la confianza en el entorno de acusada debilidad de la actividad económica previsto a corto plazo. Durante la crisis, las expectativas de inflación a medio y a largo plazo en la zona del euro han permanecido firmemente ancladas en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del Consejo de Gobierno, y las tasas de inflación se han mantenido por debajo del 2%, pero próximas a esa cifra, en el medio plazo.

4 RETIRADA DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES

El objetivo primordial del mantenimiento de la estabilidad de precios, que ha llevado a que la política monetaria se aplique a través de medidas convencionales y no convencionales en respuesta a las moderadas presiones inflacionistas observadas durante la crisis financiera, también significa que el retorno a un marco de política monetaria más normal es un objetivo natural.

Todas las medidas no convencionales adoptadas se han diseñado con la idea de que se retirarán. La mayor parte de ellas se eliminarán naturalmente si no se adopta una decisión explícita de prolongarlas. Además, el BCE tiene la capacidad de actuar cuando lo considere necesario. Concretamente, el elevado grado de independencia institucional del BCE significa que carece de limitaciones en su capacidad para poner en práctica las decisiones adecuadas, y el marco operativo incorpora la flexibilidad necesaria para ello. En parte como consecuencia de las medidas tomadas por el BCE, las condiciones financieras se han estabilizado y posteriormente han mejorado. Las excepcionales circunstancias que llevaron al Consejo de Gobierno a adoptar las medidas no convencionales desaparecerán progresivamente, y las medidas extraordinarias de liquidez no se necesitarán en la misma medida que en el pasado.

En consecuencia, en su reunión del 3 de diciembre de 2009, el Consejo de Gobierno decidió iniciar la retirada gradual de las medidas no convencionales que ya no se consideren necesarias a partir del primer trimestre de 2010, mientras que algunas continuarán aplicándose. Concretamente, se reducirán gradualmente el número y la frecuencia de las operaciones de financiación a plazo más largo. La última operación a un año se realizó en diciembre de 2009, la última operación a seis meses se llevará a cabo en marzo de 2010, y el número de operaciones a tres meses se reducirá a partir del primer trimestre de 2010.

La decisión de iniciar la retirada gradual de estas medidas se debe, como se ha indicado, a las mejoras observadas en las condiciones financieras. Los mercados monetarios están funcionando mejor, y las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE están quedando reflejadas, de manera creciente, en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios otorgados a los hogares y a las empresas, lo que señala que, en general, el proceso de transmisión está funcionando. En este entorno, no se espera que la retirada gradual de algunas de las medidas no convencionales tenga un impacto negativo sobre las condiciones financieras.

Al mismo tiempo, el momento en el que se ha tomado la decisión de empezar a retirar esas medidas se debe al hecho de que habría existido mayor riesgo de que se produzcan efectos indirectos negativos si, en las actuales circunstancias, se hubiesen prolongado todas las medidas. Las mejoras observadas en las condiciones financieras permiten que las entidades de crédito comiencen a asumir parte de su papel «habitual» en el mercado monetario, reduciendo con ello el papel de intermediación asumido por el Eurosistema. Mantener vigentes todas las medidas no convencionales cuando ya no se necesitan podría provocar distorsiones como una dependencia excesiva de la liquidez proporcionada excepcionalmente por el banco central y problemas relacionados de riesgo moral. Además, continuar aplicando todas las medidas de apoyo reforzado al crédito en un entorno de mejora de las condiciones financieras podría generar débiles incentivos financieros para rees-

tructurarlo los balances de las entidades de crédito y aplazar los ajustes necesarios. En un contexto de tipos de interés acomodaticios, un exceso de liquidez también podría dar lugar a una asunción excesiva de riesgos.

La decisión de retirar algunas de las medidas no convencionales refleja el enfoque gradual que ha adoptado el BCE. Estos primeros pasos permiten que se tenga en cuenta la forma en que las condiciones financieras y los participantes en los mercados financieros reaccionan ante el hecho de que el BCE asuma un papel menos relevante como intermediario en el mercado monetario. Además, la persistencia de un elevado grado de incertidumbre y la firmeza del BCE son argumentos a favor de una retirada gradual.

Concretamente, el hecho de que las medidas no convencionales hayan empezado a retirarse no implica la eliminación del enfoque de apoyo reforzado al crédito. El Eurosistema seguirá suministrando liquidez al sistema bancario de la zona del euro en condiciones muy favorables. Al mismo tiempo, la economía sigue beneficiándose de la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE. En un contexto de mejora de las condiciones económicas y financieras, la retirada de medidas no convencionales no necesariamente implica un endurecimiento de la orientación de la política monetaria.

De cara al futuro, la retirada gradual de las medidas no convencionales permitirá el retorno paulatino a una implementación más convencional de la política monetaria. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación debería recuperar su papel crucial en la señalización y la aplicación de la orientación de la política monetaria y, a su vez, en la valoración de la orientación de la propia política monetaria. Esto permitiría volver a una situación con una distinción clara entre las decisiones de política monetaria y su implementación, y facilitará su ejecución, ya que posibilita que las decisiones de política monetaria se transmitan con la mayor rapidez y precisión posibles a los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario como primera fase del proceso de transmi-

sión. Se ha de observar que el marco operativo es flexible, lo que permite controlar los tipos de interés incluso sin retirar las medidas no convencionales. Desde una perspectiva a largo plazo, las medidas extraordinarias de liquidez que no se necesiten en la misma medida que antes se retirarán gradualmente en el momento oportuno. Para hacer frente de manera efectiva a cualquier amenaza para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo, se retirarán medidas cuando sea necesario. De este modo, el Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo.

5 CONCLUSIONES

El BCE valora la orientación de la política monetaria aplicando un enfoque general y de carácter prospectivo. Las ventajas de este enfoque han sido particularmente evidentes durante la crisis financiera. Concretamente, ha permitido a los responsables de la política monetaria realizar una valoración adecuada de la evolución subyacente y de los riesgos asociados para la estabilidad de precios, en un entorno caracterizado por un elevado nivel de incertidumbre. Las perspectivas de estabilidad de precios han cambiado considerablemente durante la crisis. El BCE ha respondido a estos cambios reduciendo sustancialmente y con

rapidez los tipos de interés oficiales. Además, el deficiente funcionamiento de los mercados monetarios ha mermado la capacidad de la política monetaria para influir en estas perspectivas a través únicamente de las decisiones sobre tipos de interés. De este modo, con el fin de apoyar la transmisión efectiva de la política monetaria y de amortiguar el impacto sobre la economía real y sobre las perspectivas de inflación a medio plazo, el BCE ha adoptado una serie de medidas no convencionales. El apoyo reforzado al crédito del BCE ha tratado de asegurar el flujo de crédito a los hogares y a las empresas.

Debido a su carácter excepcional, estas medidas no convencionales deben retirarse gradualmente cuando la situación en los mercados financieros se normalice y la transmisión de la política monetaria comience a funcionar de nuevo con normalidad. Mantener vigentes estas medidas durante demasiado tiempo provocaría distorsiones y no proporcionaría los incentivos adecuados al sector bancario que conduzcan a un crecimiento económico sostenible y a una evolución estable de los precios a largo plazo. Al mismo tiempo, los efectos de las considerables reducciones de los tipos de interés oficiales y el apoyo reforzado al crédito continuarán transmitiéndose a la economía incluso después de que haya comenzado la retirada de las medidas no convencionales.

RELACIONES DEL BCE CON LAS INSTITUCIONES Y LOS ÓRGANOS DE LA UNIÓN EUROPEA: TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS

ARTÍCULOS

Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas

Han transcurrido ya más de diez años desde la introducción del euro y la creación del Banco Central Europeo (BCE). En el presente artículo se examina cómo han evolucionado las relaciones del BCE —como institución independiente responsable de la política monetaria única de la zona del euro— con cada una de las instituciones y los órganos relevantes de la Unión Europea (UE) durante este período, y se identifican cuatro tendencias comunes: una interacción más frecuente, una ampliación de los temas analizados, una profundización de los debates con un aumento de las contribuciones del BCE y un incremento en el número de deliberaciones específicas en composición de zona del euro. Así pues, el marco institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que estableció el Tratado de Maastricht y que se basa firmemente en la independencia del BCE, ha resultado adecuado. El Tratado de Lisboa brinda una serie de oportunidades para fomentar en mayor medida la gobernanza económica, que deben ser aprovechadas plenamente por todas las partes interesadas.

I INTRODUCCIÓN

Con la creación del euro, los Estados miembros de la UE que han introducido la moneda única han logrado lo que el Tratado de Lisboa menciona como uno de los objetivos de la Unión: «una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro». La UEM supone una ruptura del vínculo tradicional entre una moneda y el Estado nación. La construcción de la UEM implica la transferencia de las políticas monetaria y de tipos de cambio a la UE, mientras que las políticas económicas siguen siendo, en gran medida, competencia de los Estados miembros y están sujetas a procedimientos de coordinación. Para garantizar el buen funcionamiento de la UEM a través de una interacción eficaz entre las autoridades económicas nacionales y supranacionales pertinentes, se ha instrumentado un marco institucional a la medida de las necesidades, que es equivalente a los mecanismos existentes dentro de un Estado nación. El Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea —desde el 1 de diciembre de 2009, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE); en lo sucesivo, «el Tratado»— contempla una estrecha interacción entre el BCE, con pleno respeto de sus prerrogativas e independencia, y otros responsables de la política económica en la UE, que abarca desde las consultas a través del diálogo hasta las competencias en materia de regulación. Dentro de los límites que establece el Tratado, estas relaciones han evolucionado con el tiempo en respuesta a los desafíos que se han planteado, lo que ha contribuido al buen funcionamiento de la UEM.

En este artículo se presenta una panorámica de las relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la UE hasta la fecha¹. En primer lugar, se describen de forma sucinta los fundamentos políticos, económicos y financieros que les sirven de base. Luego se analiza cómo se han desarrollado en la última década las interacciones del BCE con cada una de las instituciones y de los órganos relevantes de la UE y se identifican ciertas tendencias comunes. Particular atención se presta a los cambios observados desde el inicio de las turbulencias financieras en el verano de 2007. Como conclusión, se contemplan las perspectivas futuras de las relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la UE, teniendo en cuenta, especialmente, las repercusiones del Tratado de Lisboa.

2 JUSTIFICACIÓN DE LAS RELACIONES DEL BCE CON LAS INSTITUCIONES Y LOS ÓRGANOS DE LA UE

El BCE ocupa una posición especial dentro del marco institucional de la UE, habida cuenta de las tareas específicas que tiene encomendadas y de su estatus independiente. Sus interacciones con las instituciones y los órganos de la UE se fundamentan en principios claros y disposiciones jurídicas que reflejan su base política, económica y financiera.

1 Véase también el artículo titulado «Relaciones del BCE con las instituciones y organismos de la Comunidad Europea», en el Boletín Mensual de octubre de 2000, así como el capítulo correspondiente de la edición especial del Boletín Mensual publicada con ocasión del décimo aniversario del BCE.

2.1 JUSTIFICACIÓN POLÍTICA: INDEPENDENCIA

El Tratado asigna al BCE el mandato claro e inequívoco de mantener la estabilidad de precios y le otorga plena independencia frente a interferencias políticas para cumplirlo. Dado que estas disposiciones han sido consagradas tanto en el Tratado como en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del BCE, y no en la legislación ordinaria, han adquirido categoría «constitucional». De hecho, un banco central independiente, alejado del proceso político de toma de decisiones, se encuentra en una posición más favorable para alcanzar el objetivo primordial de la estabilidad de precios, en la medida en que puede mirar hacia delante a más largo plazo, mientras que los políticos se plantean objetivos a corto plazo, en línea con los ciclos electorales. La evidencia empírica de los distintos países y los horizontes de largo plazo confirman que una mayor independencia del banco central se asocia a una inflación media más baja². El respeto por la independencia del BCE supone que las relaciones de este con otros órganos con responsabilidades en el ámbito de la política económica no pueden ir más allá de un diálogo no vinculante. Concretamente, no puede darse una coordinación ex ante de la política monetaria con la política económica, ya que, de haberla, se desdibujaría la asignación de funciones entre los responsables de la toma de decisiones políticas, lo que, a su vez, diluiría la responsabilidad a la hora de rendir cuentas.

El Tratado asigna al BCE la competencia exclusiva de la política monetaria de la zona del euro. Así pues, se ha encomendado a la institución el aspecto fundamental de la soberanía en esta materia. Exactamente igual que cualquier otro banco central independiente, el BCE está obligado a someter sus actuaciones y sus decisiones al escrutinio público y a demostrar que «actúa dentro de los límites de las atribuciones que le confieren los Tratados» (artículo 13 del Tratado de la Unión Europea). Por lo tanto, se le exige que explique y justifique ante los ciudadanos europeos y sus representantes electos cómo utiliza las facultades y prerrogativas que se le han confiado para alcanzar sus objetivos; en una palabra, tiene que rendir cuentas de

sus actos. La transparencia es el medio para lograrlo. Un compromiso inequívoco en este sentido impone autodisciplina a los responsables de la política económica, lo que contribuye a garantizar que sus decisiones y sus explicaciones en materia de políticas públicas sean coherentes a lo largo del tiempo. Ello, a su vez, refuerza la credibilidad de dichas políticas. Así pues, por su propio interés, el BCE debe salvaguardar la aceptación pública de su carácter independiente y velar por que sus decisiones se expliquen de forma adecuada.

Por consiguiente, tanto el Tratado como los Estatutos del SEBC y del BCE contienen una serie de disposiciones que establecen las obligaciones del BCE en materia de información (véase el recuadro, en el que se presentan las principales disposiciones legales que rigen las relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la UE). El BCE está obligado a presentar un informe anual sobre su política monetaria y otras actividades al Parlamento Europeo, el Consejo de la Unión Europea (Consejo de la UE), la Comisión Europea y el Consejo Europeo. Además, el presidente del BCE y los demás miembros del Comité Ejecutivo pueden dirigirse a las comisiones competentes del Parlamento Europeo, a instancias del Parlamento o a petición propia.

Finalmente, cabe señalar que el BCE cumple con creces las obligaciones de información establecidas en el Tratado y se esfuerza en lograr una comunicación eficaz y regular con el público en general por medio de conferencias de prensa, discursos de los miembros del Comité Ejecutivo, el Boletín Mensual y toda una serie de publicaciones relacionadas con sus tareas.

2.2 JUSTIFICACIÓN ECONÓMICA: DESEMPEÑO ADECUADO DE LAS TAREAS ENCOMENDADAS AL BCE

Más allá de estas obligaciones de información, las relaciones entre el BCE y las instituciones y los órganos de la UE también tienen una base econó-

² Véase, entre otros, A. Alesina y L. Summers, «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», *Journal of Money, Credit and Banking*, 25:2, 1993.

mica y funcional. El BCE —banco central de la zona del euro— se mantiene en contacto con las autoridades y los interlocutores sociales europeos. En el contexto europeo, esta interacción resulta más compleja, debido a la asignación de las responsabilidades en materia de política económica a los diferentes niveles de gobierno, tanto supranacional como nacional. Los agentes económicos nacionales tienen un impacto significativo en la evolución de los precios a través de mecanismos tales como la negociación salarial o la política fiscal. El diálogo regular entre el BCE y otros responsables de la política económica relevantes

brinda al BCE la oportunidad de enriquecer su información y explicar su política monetaria, y permite a sus contrapartes entender mejor las acciones de la institución y cómo sus propias actuaciones afectan al proceso de transmisión de dicha política. De esta forma, el BCE puede ofrecer un parámetro de referencia fiable para las decisiones de cada uno de los agentes. Además, en las funciones en que el BCE comparte responsabilidades con otras instituciones y órganos de la UE (por ejemplo, en el campo de las estadísticas), el Tratado exige, de forma explícita, la cooperación entre el BCE y los órganos o instituciones pertinentes.

Recuadro

TEXTOS LEGALES RELEVANTES RELATIVOS A LAS RELACIONES DEL BCE CON LAS INSTITUCIONES Y ÓRGANOS DE LA UNIÓN EUROPEA

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

Artículo 284

1. El Presidente del Consejo y un miembro de la Comisión podrán participar, sin derecho de voto, en las reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

El Presidente del Consejo podrá someter una moción a la deliberación al Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.

2. Se invitará al Presidente del Banco Central Europeo a que participe en las reuniones del Consejo en las que se delibere sobre cuestiones relativas a los objetivos y funciones del SEBC.

3. El Banco Central Europeo remitirá un informe anual sobre las actividades del SEBC y sobre la política monetaria del año precedente y del año en curso al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión, así como al Consejo Europeo. El Presidente del Banco Central Europeo presentará dicho informe al Consejo y al Parlamento Europeo, que podrá proceder a un debate general sobre esa base.

El Presidente del Banco Central Europeo y los restantes miembros del Comité Ejecutivo, a petición del Parlamento Europeo o por iniciativa propia, podrán ser oídos por las comisiones competentes del Parlamento Europeo.

Artículo 134

1. A fin de promover la coordinación de las políticas de los Estados miembros en todo lo necesario para el funcionamiento del mercado interior, se crea un Comité Económico y Financiero.

2. [...] Los Estados miembros, la Comisión y el Banco Central Europeo designarán cada uno de ellos un máximo de dos miembros del Comité.

Resolución del Consejo Europeo de 13 de diciembre de 1997 sobre la coordinación de las políticas económicas en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria y sobre los artículos 138, 219 y 284 del Tratado (antiguos artículos 111 y 113)

[...] Los ministros de los Estados que participen en la zona del euro tendrán la facultad de reunirse entre ellos de modo informal para debatir cuestiones relativas a las responsabilidades específicas que comparten en materia de moneda única. Se invitará a participar en las reuniones a la Comisión y, en su caso, al Banco Central Europeo.

[...] El Comité Económico y Financiero, que estará formado por altos funcionarios de los bancos centrales nacionales y del BCE, así como de los Ministerios de Hacienda nacionales, proporcionará el marco en el que se pueda preparar y proseguir el diálogo a escala de altos funcionarios.

Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de Colonia (junio de 1999)

[...] El Consejo Europeo considera necesario que, además de los procesos de Luxemburgo y Cardiff, se instituya un diálogo macroeconómico periódico (proceso de Colonia) dentro del marco del Consejo ECOFIN, con la colaboración del Consejo de Trabajo y Asuntos Sociales y con la participación de los representantes de ambas composiciones del Consejo, la Comisión, el Banco Central Europeo y los interlocutores sociales.

2.3 JUSTIFICACIÓN FINANCIERA: GARANTIZAR UNA GESTIÓN FINANCIERA SÓLIDA

El escrutinio de la gestión e integridad financieras del BCE reviste una importancia crucial, ya que las funciones que desempeña la institución afectan al dinero de los contribuyentes. Los Estatutos del SEBC y del BCE contemplan dos niveles de control externo: por una parte, se nombra a un auditor externo independiente para que audite las cuentas anuales del BCE (artículo 27.1); por otra parte, el Tribunal de Cuentas Europeo examina la eficiencia operativa de la gestión del BCE (artículo 27.2). El Informe Anual del Tribunal de Cuentas Europeo, junto con la respuesta del BCE, se publican en la dirección del BCE en Internet y en el Diario Oficial de la Unión Europea.

Además, el BCE entra dentro del ámbito del plan de prevención del fraude establecido por el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE a finales de la década de los noventa. El «Reglamento OLAF»³ contempla, entre otras cosas, la investigación interna, por parte de la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF) —un servicio indepen-

diente de investigación de la Comisión Europea—, de cualquier sospecha de fraude dentro de las instituciones y los órganos de la UE. En junio de 2004, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó una decisión por la que se establecen las normas conforme a las que la OLAF habrá de realizar las investigaciones internas. De conformidad con esas disposiciones, las facultades de investigación de la OLAF son aplicables a todas las tareas que desempeña el BCE, y este se compromete a cooperar plenamente con la OLAF en la lucha contra el fraude.

3 UNA DÉCADA DE RELACIONES

Se presenta a continuación la interacción entre el BCE, como institución independiente, y las otras instituciones y órganos de la Unión Europea, en el contexto de la base política, económica, financiera y jurídica de estas relaciones y se analiza su desarrollo a lo largo del tiempo.

3 Reglamento (CE) n.º 1073/1999, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de mayo de 1999, relativo a las investigaciones efectuadas por la Oficina Europea de Lucha contra el Fraude (OLAF).

3.1 EL PARLAMENTO EUROPEO

El Parlamento Europeo —en su calidad de órgano cuya legitimidad emana directamente de los ciudadanos de la Unión Europea— constituye el principal foco de atención de las obligaciones de información del BCE. El presidente del BCE comparece cuatro veces al año ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Además, el presidente y otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE comparecen ante dicha Comisión para debatir cuestiones específicas⁴. Asimismo, y lo que es más importante, el presidente comparece una vez al año en la sesión plenaria del Parlamento para presentar el Informe Anual del BCE. Por último, los nombramientos del presidente, del vicepresidente y de otros miembros del Comité Ejecutivo del BCE se consultan con el Parlamento Europeo.

En los diez últimos años, las relaciones del BCE con el Parlamento Europeo han aumentado tanto por su alcance como por su intensidad. Además de la evaluación periódica de la situación económica de la zona del euro y de la orientación de la política monetaria, los diversos intercambios de opiniones han abarcado un número cada vez mayor de temas, como la ampliación de la zona del euro, la cooperación internacional, los sistemas de pago y liquidación, y la estabilidad y supervisión financieras. Este último aspecto ha adquirido una mayor relevancia, especialmente desde el inicio de la crisis financiera. En sus diversas resoluciones sobre la evolución económica y financiera en la Unión Europea, el Parlamento Europeo ha reconocido las medidas que, oportunamente y con determinación, ha adoptado el BCE para hacer frente a las turbulencias financieras y ha propugnado que el BCE desempeñe un papel más destacado en el ámbito de la estabilidad financiera.

Además, estas relaciones se han intensificado con el tiempo. Más allá de la interacción y el intercambio de opiniones con los miembros de la propia Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el BCE ha mantenido relaciones constructivas con el Parlamento Europeo al más alto nivel; por ejemplo, mediante reuniones periódicas de los presidentes de ambas instituciones. El BCE también ha

respaldado los esfuerzos realizados por el Parlamento Europeo para mejorar la cooperación entre los Parlamentos nacionales de los Estados miembros de la UE; por ejemplo, explicando las medidas adoptadas durante la crisis financiera en una reunión conjunta de parlamentarios.

Asimismo, el BCE ha establecido con carácter voluntario la práctica de responder por escrito a las preguntas formuladas por los miembros del Parlamento Europeo, canalizando las respuestas a través de la persona que presida la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, sobre cuestiones relacionadas con los ámbitos de competencia de la institución. El BCE considera esta práctica como algo fundamental, en la medida en que le proporciona información sobre temas puntuales proveniente de los representantes de los ciudadanos de la UE y, por consiguiente, del público en general. Esta continua interacción brinda también la oportunidad de dar respuesta a las inquietudes de esos ciudadanos y de transmitir mensajes clave a los miembros del Parlamento Europeo. El BCE también informa al Parlamento Europeo sobre las medidas adoptadas como seguimiento de las sugerencias contenidas en la resolución del Parlamento Europeo respecto al Informe Anual del BCE. En los últimos años, en las comparecencias del presidente del BCE en la sesión plenaria han participado también el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios y el presidente del Eurogrupo, lo que ha brindado la oportunidad de analizar de forma exhaustiva cuestiones relacionadas con la política económica de la zona del euro. Finalmente, en los últimos años una delegación de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios ha visitado regularmente el BCE, a fin de intercambiar opiniones con los miembros del Comité Ejecutivo sobre diversos temas.

Además de estas relaciones institucionales formales a nivel de política económica, el BCE y el Parlamento Europeo han desarrollado estrechas relaciones de trabajo. En este contexto, el personal del BCE ha brindado al Parlamento Europeo, previa solicitud, su asesoramiento en cuestiones técnicas (por ejemplo, falsificación de billetes en euros, requerimientos de

4 Véase más información en el Informe Anual del BCE.

capital y estadísticas), en un espíritu de mutua y sincera colaboración entre las instituciones de la UE.

3.2 EL CONSEJO ECOFIN, EL EUROGRUPO Y SUS COMITÉS PREPARATORIOS

3.2.1 EL CONSEJO ECOFIN

El Consejo ECOFIN es el principal foro para la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros (como se indica en la Resolución del Consejo Europeo de 13 de diciembre de 1997). Se invita al BCE a participar en las reuniones del Consejo ECOFIN cuando se debaten cuestiones relativas a los objetivos y las tareas de la institución; entre otras, las Orientaciones generales de política económica (BEPG, en sus siglas en inglés), la reforma del marco europeo de supervisión y regulación financieras o la representación exterior de la Unión Europea en los foros internacionales. Además, el presidente del BCE presenta el Informe de Convergencia del BCE ante el Consejo ECOFIN, en el contexto del examen bienal del estado de la convergencia de los países que aún no forman parte de la zona del euro, y proporciona información sobre la preparación para la introducción de los billetes y monedas en euros.

Las relaciones entre el Consejo ECOFIN y el BCE no son unidireccionales. El Tratado (y los Estatutos del SEBC y del BCE) contemplan explícitamente la posibilidad de que el presidente de dicho Consejo participe en las reuniones del Consejo de Gobierno y del Consejo General del BCE. En la práctica, el presidente del Eurogrupo asiste a las reuniones del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, el Tratado establece expresamente que el presidente del Consejo ECOFIN participará en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE sin derecho a voto. Esta interacción al más alto nivel fomenta el flujo de información entre todas las partes interesadas, ayuda a comprender mejor las opiniones de la otra parte en materia de política económica y permite un diálogo sobre temas de interés común, respetando plenamente las respectivas competencias.

Además de sus reuniones mensuales de carácter formal, el Consejo ECOFIN también celebra reuniones informales cada seis meses, que brindan la oportunidad de debatir de forma franca y abierta asuntos

puntuales. El presidente y el vicepresidente del BCE asisten a estas reuniones informales, junto con los gobernadores de los bancos centrales nacionales (BCN) del SEBC, que acompañan a los ministros de Economía y Hacienda de sus respectivos Estados miembros.

Considerando a posteriori cómo se ha desarrollado la interacción en los diez últimos años, el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007 marca una clara intensificación. Desde la creación del BCE en 1998 hasta el inicio de las turbulencias, la participación del BCE a través del Comité Ejecutivo en las reuniones del Consejo ECOFIN se producía de forma ad hoc y se enmarcaba en el debate de temas específicos relacionados con el ámbito de competencia del BCE (es decir, además de los ya mencionados, los relativos a la introducción de los billetes y monedas en euros, la adopción del marco Lamfalussy para la regulación y supervisión financieras, y la instrumentación y reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento). Desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007, se ha hecho necesario intensificar el diálogo entre el BCE y el Consejo ECOFIN, lo que se ha reflejado en una mayor frecuencia en la asistencia del presidente y/o del vicepresidente del BCE a las reuniones de dicho Consejo. Por término medio, han asistido al menos a una de las dos reuniones formales del Consejo ECOFIN, así como a las reuniones informales adicionales convocadas por la Presidencia de turno del Consejo de la UE en el contexto de la crisis financiera⁵. Además de asistir con más frecuencia a las reuniones, el Consejo ECOFIN ha recurrido en varias ocasiones al BCE, a veces junto con la Comisión Europea, para solicitar asesoramiento y análisis en relación con algunas cuestiones, como las orientaciones de la UE sobre el diseño de los planes nacionales de rescate bancario, las garantías públicas de la deuda bancaria y los programas de rescate de activos.

Otro ejemplo de la intensificación de la interacción entre el BCE y las instituciones y los órganos europeos es la creación de una «célula de crisis

⁵ Como la convocada por la Presidencia francesa en diciembre de 2008 y la convocada por la Presidencia sueca de la UE en septiembre de 2009 en vísperas de la cumbre de Pittsburgh, celebrada los días 24 y 25 de septiembre de 2009.

financiera» (integrada por el presidente del BCE, junto con los bancos centrales nacionales (BCN), el presidente de la Comisión Europea, el presidente del Eurogrupo, la Presidencia de turno y los Gobiernos de los Estados miembros) a fin de que la UE pudiera adoptar medidas rápidas y efectivas para hacer frente a la crisis.

3.2.2 EL EUROGRUPO

El Eurogrupo es un órgano informal, integrado por los ministros de Economía y Hacienda de los países de la zona del euro, que permite a los Gobiernos debatir «cuestiones relativas a las responsabilidades específicas que comparten en materia de moneda única» (Conclusiones del Consejo Europeo de Luxemburgo, 1997). En general, el Eurogrupo se reúne, una vez al mes, el día anterior a la reunión del Consejo ECOFIN. El Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios y el presidente del BCE, normalmente acompañado por el vicepresidente, asisten regularmente a las reuniones del Eurogrupo, que sientan las bases de un diálogo abierto, en un clima de confianza y respeto mutuos.

Pese a su carácter informal, en los últimos diez años se han introducido varios cambios para mejorar la organización de las reuniones y aumentar la visibilidad del Eurogrupo. Por ejemplo, desde 2005 el Eurogrupo ha elegido un presidente con un mandato de dos años, lo que garantiza una mayor continuidad tanto interna como externa. Además, inmediatamente después de las reuniones, se celebran conferencias de prensa en las cuales el presidente del Eurogrupo —acompañado por el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios y, si procede, por el presidente del BCE— comunica los resultados de la reunión del Eurogrupo. Especialmente, cuando se trata de cuestiones en las que reviste particular importancia transmitir un mensaje coherente por parte de todos los participantes, el Eurogrupo también hace todo lo posible por decidir cuáles habrán de ser los aspectos clave en la comunicación externa de sus deliberaciones. Finalmente, se ha instituido un diálogo regular entre el presidente del Eurogrupo y el Parlamento Europeo.

Con el tiempo, los asuntos tratados por el Eurogrupo han ido gradualmente en aumento. Además

de analizar la situación económica y las políticas fiscales, el Eurogrupo también examina cada vez con más frecuencia las políticas estructurales, haciendo especial hincapié en los aspectos de crucial importancia para la zona del euro y el funcionamiento fluido y sostenible de la Unión Monetaria (como la evolución de los salarios y la competitividad, los diferenciales de inflación y crecimiento y la evolución de los precios de las materias primas). Por otra parte, el Eurogrupo ha abordado recientemente cuestiones relacionadas con el sector financiero, principalmente en el contexto de la crisis financiera. La frecuencia, el alcance y la profundidad de las deliberaciones sobre estos temas han aumentado con el paso de los años.

El Eurogrupo también ha resultado ser un medio apropiado para preparar un enfoque, común a toda la zona del euro, sobre las decisiones del Consejo ECOFIN en materias estrechamente relacionadas con la zona del euro, como la designación de los miembros del Comité Ejecutivo del BCE, la parte específica de las Orientaciones generales de política económica dedicada a la zona del euro, las decisiones del Consejo en el contexto de un procedimiento de déficit excesivo que afecte a un país de la zona del euro, etc. Las reuniones del Eurogrupo han servido, asimismo, de plataforma para deliberaciones estratégicas sobre la ampliación de la zona del euro. El presidente del Eurogrupo participa en los principales foros financieros internacionales; en particular, en las reuniones del G 7 y del Comité Monetario y Financiero Internacional, junto con el presidente del BCE.

3.2.3 EL COMITÉ ECONÓMICO Y FINANCIERO

El Comité Económico y Financiero (CEF) es un comité consultivo, establecido por el propio Tratado (véase recuadro), que contribuye a la preparación del trabajo del Consejo ECOFIN. Los Estados miembros de la UE, la Comisión Europea y el BCE designan, cada uno, a dos miembros y a dos alternos, como máximo, para el Comité. Los miembros del CEF designados por el BCE son miembros de su Comité Ejecutivo. Los alternos se reúnen antes de que el CEF celebre sus reuniones, a fin de preparar las deliberaciones. El CEF tiene unas competencias muy amplias, que abarcan desde el

análisis de la situación económica y las BEPG hasta el seguimiento de la política fiscal (incluidas las actualizaciones anuales de los programas de estabilidad y convergencia y la preparación de la posición europea respecto a diversas cuestiones internacionales). A efectos de las deliberaciones y de las decisiones en el contexto del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II), el CEF se reúne en una composición especial, integrada por los miembros del CEF designados por los Gobiernos nacionales y por los bancos centrales no pertenecientes a la zona del euro, dos representantes del BCE, dos de la Comisión Europea y el presidente del grupo de alternos.

En los diez últimos años, cabe destacar dos grandes acontecimientos. En primer lugar, en respuesta a la ampliación de la Unión Europea en 2004 y al consiguiente aumento del número de Estados miembros, el CEF tomó medidas para que su labor fuera más eficiente. Desde que se produjo esta ampliación, el CEF se ha reunido en dos formaciones; a saber, una restringida (sin la asistencia de los representantes de los BCN de los Estados miembros de la UE) y otra con la presencia de todos sus miembros (incluidos los BCN)⁶. En segundo lugar, el CEF ha acelerado significativamente el análisis y las deliberaciones respecto a algunos temas económicos clave, sobre todo en la medida en que se han planteado nuevas cuestiones, por ejemplo, en relación con la ampliación de la Unión Europea y la zona del euro (incluidos la competitividad y los programas de balanza de pagos) y la aparición de los asuntos relacionados con la estabilidad financiera.

En relación con esto último, se han establecido formatos especiales, entre los que destaca la Mesa de Estabilidad Financiera (FST en sus siglas en inglés), que se reúne dos veces al año antes de las reuniones informales del ECOFIN y prepara las deliberaciones del Consejo ECOFIN sobre la evaluación de la estabilidad financiera en la UE. Para que el debate sea suficientemente informado, se invita a estas deliberaciones a otras partes interesadas: los presidentes del Comité de Supervisores Bancarios Europeos, el Comité de Reguladores Europeos de Valores, el Comité Europeo de Supervisores de Se-

gueros y de Pensiones de Jubilación, y el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC. Por último, el CEF también recibe información del Comité de Servicios Financieros, en el que también participa el BCE. Durante la crisis financiera, y en particular en su punto máximo, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, las relaciones del BCE con el CEF se intensificaron, tanto en frecuencia como en alcance —reflejo de la evolución de la situación en el Consejo ECOFIN—, ya que el CEF desempeñó un papel fundamental en el seguimiento y la coordinación diarios de la preparación y puesta en práctica de los planes nacionales de rescate y de los programas de apoyo de la UE y del FMI.

El Grupo de Trabajo del Eurogrupo es un subcomité consultivo del CEF, en el que solo participan representantes de los países de la zona del euro, la Comisión Europea y el BCE, que contribuye a la preparación de los trabajos del Eurogrupo.

3.2.4 EL COMITÉ DE POLÍTICA ECONÓMICA

El Comité de Política Económica (CPE) es otro órgano consultivo de la Unión, que contribuye a la preparación del trabajo del Consejo ECOFIN, en estrecha colaboración con el CEF, haciendo especial hincapié en las políticas estructurales encaminadas a aumentar el potencial de crecimiento y el empleo en la Unión Europea. Los Estados miembros de la UE, la Comisión Europea y el BCE nombran, cada uno, a dos miembros del Comité. El BCE asigna la máxima importancia a la aplicación de las reformas estructurales de los Estados miembros como medio para incrementar la flexibilidad de la economía, potenciar su capacidad de resistencia frente a las perturbaciones económicas y, en última instancia, alcanzar tasas de crecimiento sostenible a largo plazo más altas y un mayor nivel de empleo. Además, las reformas estructurales son clave para el buen funcionamiento de la UEM, dado que los países ya no pueden recurrir a algunos de los mecanismos de ajuste existentes antes de la UEM para restablecer su competitivi-

6 Véanse más detalles en G. Grosche y U. Puetter, «Preparing the Economic and Financial Committee and the Economic Policy Committee for Enlargement», *Journal of European Integration*, 30:4, pp. 527-543.

dad. Así pues, la participación del BCE en este Comité representa una oportunidad de contribuir a la labor que se está realizando en este campo en el ámbito tanto europeo como nacional, respetando plenamente las respectivas competencias de todas las partes interesadas.

Desde el inicio de la UEM, el CPE centró en un principio su trabajo en un número limitado de temas, esencialmente relacionados con las reformas estructurales, la productividad y las reformas del mercado de trabajo. Con el tiempo, el Comité ha comenzado también a abordar temas como la energía y el cambio climático, la evolución de los precios de las materias primas, la reducción de la carga administrativa y la competitividad en una unión monetaria. Desde agosto de 2005, el CPE también se ha reunido en composición de Eurogrupo, a fin de contribuir a las deliberaciones de este sobre cuestiones que son competencia del CPE; entre otras, las reformas estructurales relacionadas con la Agenda de Lisboa y los aspectos estructurales de la formulación de las políticas económicas, como el envejecimiento de la población y la calidad de las finanzas públicas.

3.3 LA COMISIÓN EUROPEA

Habida cuenta de sus funciones como iniciador de la legislación de la UE y guardián de los Tratados, la Comisión Europea es, naturalmente, un protagonista clave del diálogo entre el BCE y las autoridades económicas dentro del Eurogrupo y el Consejo ECOFIN. El Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios asiste a las reuniones del Eurogrupo y del Consejo ECOFIN. Además, el Tratado (véase recuadro) establece que un miembro de la Comisión Europea (generalmente, el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios) pueda participar en las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE, aunque sin derecho a voto o, a diferencia del presidente del Consejo de la UE, sin derecho a presentar a deliberación una moción. El Comisario asiste aproximadamente a la mitad de las reuniones del Consejo de Gobierno del BCE. Este diálogo reviste particular importancia en vista del papel crucial que desempeña la Comisión Europea en la formulación de la política económi-

ca de la UE y del hecho de que a la Comisión Europea se le hayan encomendado diversas tareas específicas relacionadas con la UEM (como la formulación de las BEPG, el seguimiento de los asuntos presupuestarios y la consiguiente presentación de informes al Consejo de la UE y la evaluación de la convergencia en los Estados miembros de la UE acogidos a una excepción).

Por último, las dos instituciones han desarrollado una estrecha relación de trabajo y una amplia gama de contactos periódicos y ad hoc a nivel de trabajo (por ejemplo, en los campos de la estadística y los sistemas de pago y en relación con la preparación de los Informes de Convergencia). Como consecuencia de la intensificación de las relaciones con los órganos y comités antes mencionados, las relaciones con la Comisión Europea también se han intensificado y ampliado con el tiempo, en particular desde el inicio de la crisis, durante la cual la Comisión Europea ha desempeñado un papel de primer orden en la coordinación de las medidas de política aplicadas en el ámbito europeo y para evitar una fragmentación del mercado único.

3.4 EL CONSEJO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UE EN SU COMPOSICIÓN DE JEFES DE ESTADO O DE GOBIERNO

El Consejo Europeo —que reúne a los jefes de Estado o de Gobierno y al presidente de la Comisión Europea y, desde el 1 de diciembre de 2009, a los dos cargos de nueva creación; a saber, el presidente del Consejo Europeo y el Alto Representante para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad— desempeña un papel crucial de control de los asuntos europeos, en el sentido de que brinda orientación política e imprime impulso a la Unión Europea, adopta las decisiones más importantes y da su aprobación a los documentos de mayor relevancia. El Consejo Europeo se diferencia del Consejo de la UE que se reúne en la composición de Jefes de Estado o de Gobierno, que es un formato específico del Consejo de la UE. A diferencia de este, el Consejo Europeo no ha sido reconocido hasta ahora como una institución europea formal. No obstante, el Tratado de Lisboa modifica su es-

tatus, reconociéndolo formalmente como una institución de la Unión e introduciendo la figura de un presidente «permanente» del Consejo Europeo, que presidirá sus reuniones durante un período, renovable una vez, de dos años y medio.

El presidente del BCE ha sido invitado a varias reuniones del Consejo Europeo, así como a las cumbres informales ad hoc, a nivel de Jefes de Estado o de Gobierno de la UE, convocadas desde el inicio de la crisis financiera, como las celebradas el 1 de marzo y el 17 de septiembre de 2009 y la cumbre de Jefes de Estado de la zona del euro celebrada en París el 12 de octubre de 2008. El objetivo de esta última era coordinar la respuesta que habrían de dar a la crisis los países de la zona del euro.

3.5 EL DIÁLOGO MACROECONÓMICO

El Diálogo Macroeconómico fue establecido por el Consejo Europeo en junio de 1999. Se trata de un diálogo institucionalizado entre las autoridades monetarias europeas, el Consejo de la UE, la Comisión Europea y los interlocutores sociales europeos, que tiene por objeto lograr una comprensión más cabal de las exigencias de política económica que conlleva la UEM. El Diálogo se basa en el pleno respeto a la independencia de todas las partes interesadas, en particular a la independencia de los interlocutores sociales en el proceso de formación de los salarios y a la del BCE en relación con la política monetaria única. El Diálogo Macroeconómico tiene lugar dos veces al año —la primera a nivel técnico y después a nivel político— y constituye un foro para el intercambio de opiniones sobre la situación económica, así como para el debate de temas especiales relacionados con la situación del mercado laboral y la evolución de las políticas fiscales y estructurales. El BCE está representado en el Diálogo Macroeconómico a nivel político por su presidente.

4 TENDENCIAS COMUNES

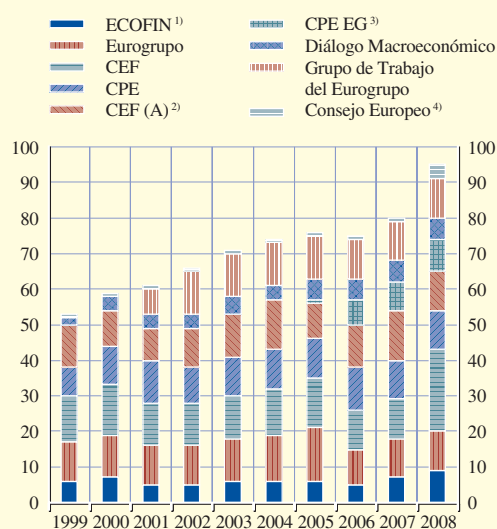
Sobre la base de lo expuesto hasta aquí, pueden identificarse cuatro tendencias comunes que carac-

terizan la evolución de las relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la UE desde su creación:

- (i) una mayor frecuencia de las interacciones (como se observa en el número, cada vez mayor, de reuniones a las que asiste el BCE: véase gráfico);
- (ii) una mayor variedad de temas analizados;
- (iii) una profundización de los debates, con un mayor número de contribuciones escritas por parte del BCE;
- (iv) un aumento en el número de deliberaciones específicas en composición de zona del euro.

Ello ha estimulado la creación de un clima de confianza y entendimiento mutuos entre los distintos responsables de la política económica, conducente a un funcionamiento fluido de la UEM.

Número de reuniones por años y órganos



Fuente: BCE.

1) Incluye las reuniones informales del ECOFIN.

2) Alternos del CEF.

3) Grupo de Trabajo CPE en composición de Eurogrupo.

4) El Consejo Europeo y el Consejo de la UE en la composición de Jefes de Estado o de Gobierno.

En particular, el período transcurrido desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007 se ha caracterizado por un mayor hincapié de los debates en temas relacionados con el sector financiero, que ha dado lugar a una intensificación de las relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la UE a todos los niveles.

Esta mayor interacción probablemente continuará y se desarrollará aún más en el contexto de la creación de dos nuevos órganos europeos; a saber, la Junta Europea de Riesgo Sistémico y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (una red de supervisores integrada por la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), que se crearán para mejorar el marco de supervisión macro y microprudencial en la Unión Europea.

Por último, una tendencia discernible hacia una orientación más claramente definida de las deliberaciones en la zona del euro puede observarse en el número, cada vez mayor, de reuniones en composición de zona del euro solamente, junto con una ampliación y una profundización de dichas deliberaciones. Esto significa, por ejemplo, que, además de la atención inicial a la situación económica y a las políticas fiscales, el Eurogrupo también examina ahora las políticas estructurales con mayor frecuencia, haciendo especial hincapié en temas de importancia crucial para la zona del euro, como la evolución de la competitividad en los Estados miembros de la zona.

El análisis ha demostrado que el marco institucional que establece el Tratado de Maastricht es fundamentalmente sólido. Las relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la UE han evolucionado en los diez últimos años dentro del marco actual, sin que se haya observado una necesidad urgente de transformar radicalmente el sistema.

5 CONSECUENCIAS DEL TRATADO DE LISBOA

De conformidad con esta evaluación positiva del marco institucional de la UEM, el Tratado de Lis-

boa no introduce ningún cambio fundamental en las disposiciones de Tratados anteriores⁷. Sí presenta, no obstante, algunos cambios dignos de mención, encaminados, por una parte, a consolidar el pilar monetario y, por otra, a mejorar el funcionamiento del pilar económico, en particular con respecto a la zona del euro.

5.1 CONSOLIDACIÓN DE LAS DISPOSICIONES SOBRE LA UNIÓN MONETARIA

En lo que respecta al pilar de la Unión Monetaria, el mandato del BCE se refuerza con la elevación de su objetivo primordial, es decir, la estabilidad de precios, a un objetivo de la Unión Europea en su conjunto, lo que significa que los Estados miembros deberán orientar sus políticas económicas a la consecución de ese objetivo. El BCE considera muy positivo este cambio. Asimismo, se considera también como objetivo de la Unión Europea «una unión económica y monetaria cuya moneda es el euro».

Además, el BCE, creado inicialmente como un organismo comunitario sui generis, se convierte en una institución de la Unión. Se trata de una medida encaminada a simplificar y aumentar la transparencia del marco institucional de la Unión. La institución responsable de la moneda única figurará como institución de la Unión, lo que hará que su estatus y posición en la arquitectura institucional general de la Unión Europea sean más accesibles para los ciudadanos europeos. Por importante que, sin duda alguna, sea esta medida para la percepción externa del Banco, en la práctica se esperan pocos cambios, ya que el BCE mantiene todas sus características institucionales especiales, como son la independencia, la potestad normativa y la personalidad jurídica. El firme anclaje de estas características en el nuevo Tratado es esencial para que el BCE desempeñe con éxito sus funciones. De hecho, el Tratado de Lisboa refuerza aún más la independencia del BCE, refiriéndose por primera vez de forma explícita a la independencia financiera de la institución. Por último, si bien el hecho de ser una institución de la UE conlleva la obligación de una mutua y sincera colaboración con to-

⁷ Véase el recuadro titulado «El Tratado de Lisboa», en el Boletín Mensual de diciembre de 2007.

das las instituciones de la UE, esto ya era de hecho aplicable al BCE.

Otro cambio digno de mención en el nuevo Tratado es que, por primera vez, se introduce el término «Eurosistema» en la legislación primaria, lo que debería clarificar aún más la distinción entre el Eurosistema y el SEBC.

Por otra parte, los miembros del Comité Ejecutivo del BCE serán nombrados por el Consejo Europeo por mayoría cualificada y no, como ahora, por común acuerdo de los Gobiernos de los Estados miembros. Así pues, el procedimiento de designación tendrá un carácter más supranacional y se armonizará con los procesos de toma de decisiones que se aplican a otros nombramientos clave.

Finalmente, los miembros de la zona del euro podrán formular recomendaciones sobre la ampliación de la zona: la decisión final sobre la introducción del euro en un Estado miembro seguirá siendo adoptada por el Consejo de la UE en su conjunto, pero teniendo en cuenta las opiniones concretas expresadas por los miembros de la zona del euro.

Si bien el funcionamiento general del pilar de la Unión Monetaria no varía en el Tratado de Lisboa⁸, la posición institucional del BCE se refuerza en varios aspectos, al tiempo que, paralelamente, se introducen varias innovaciones en materia de gobernanza económica.

5.2 MEJORA DE LAS DISPOSICIONES RELATIVAS A LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

El Tratado de Lisboa brinda varias oportunidades para mejorar la gobernanza económica de la zona del euro. Por primera vez, se reconoce al Eurogrupo en los Tratados. No obstante, conserva su actual estatus informal y, por consiguiente, no tiene facultades formales de toma de decisiones. El presidente del Eurogrupo desempeñará sus funciones durante un período de dos años y medio.

Además, se refuerza el papel de los Estados miembros de la zona del euro y el de la Comisión Europea con respecto a las BEPG y el procedimiento de

déficit excesivo. El Tratado de Lisboa confiere a la Comisión Europea la facultad de presentar directamente un dictamen a un Estado miembro en caso de incumplimiento. Una vez que interviene el Consejo ECOFIN, durante la fase siguiente del procedimiento se permitirá al Estado miembro en cuestión participar en los debates sobre las recomendaciones necesarias, pero ya no tendrá derecho de voto. Y, lo que es más importante, las decisiones respecto al incumplimiento de las BEPG o del procedimiento de déficit excesivo por parte de los países de la zona del euro las adoptarán exclusivamente los países de la zona.

Las responsabilidades específicas compartidas en cuanto a la gestión de la moneda única también se reconocen en la posibilidad de la «cooperación reforzada» entre los Estados miembros de la zona del euro. Una nueva disposición les permite adoptar, por mayoría cualificada, nuevas medidas para reforzar la coordinación y la supervisión de su disciplina presupuestaria y formular orientaciones de política económica específicas para sí mismos. Cualquiera de estas medidas, siempre y cuando sea compatible con el Tratado y se adopte de conformidad con los procedimientos correspondientes sobre las BEPG y los procedimientos de déficit excesivo, serán legalmente vinculantes para los países de la zona del euro.

Bienvenidas sean estas destacables innovaciones en la medida en que contribuyan a mejorar el marco de gobernanza económica de la zona del euro. Para aprovechar al máximo su potencial, es preciso que se instrumenten de conformidad con el Tratado de Lisboa.

Por último, en lo que respecta a la representación exterior de la zona del euro, el Tratado de Lisboa aclara y mejora las disposiciones actuales, pero no introduce cambios fundamentales. Como es el caso actualmente, los países de la zona del euro, si así lo desean, pueden decidir por mayoría cualificada encomendar

8 De conformidad con el Tratado de Lisboa, el antiguo artículo 111 del Tratado, sobre la política de tipos de cambio y la celebración de acuerdos en materia de régimen monetario y de régimen cambiario, se ha trasladado del título sobre política económica y monetaria a una nueva parte sobre acción exterior de la UE. Sin embargo, la asignación de competencias en esta materia no se ha modificado.

a un órgano o persona concretos que represente a la zona del euro con una sola voz en los foros internacionales. El nuevo Tratado contempla explícitamente que el Consejo de la UE disponga de los medios para adoptar «medidas adecuadas para contar con una representación única». Queda por ver si la creación de nuevos cargos en la política exterior de la UE por el Tratado de Lisboa afectará, y cómo, a la representación internacional de la zona del euro.

6 CONCLUSIONES

En el presente artículo se han descrito el marco institucional de la UEM que establece el Tratado y, más concretamente, las interacciones entre el BCE, con pleno respeto de su carácter de institución independiente, y los responsables de la políti-

ca económica. Dicho marco ha funcionado bien en los diez últimos años. Las autoridades económicas de la UE han podido responder de forma flexible y pragmática dentro del marco actual a los desafíos sin precedentes que se han planteado, incluida la crisis financiera. El Tratado de Lisboa brinda una serie de oportunidades para mejorar aún más la gobernanza económica, que todas las partes interesadas deberían aprovechar al máximo. Así pues, la zona del euro está bien equipada para hacer frente a los desafíos pendientes en materia de política económica (como el saneamiento de las finanzas públicas, el envejecimiento de la población, la financiación derivada del cambio climático, etc.). Un desafío de importancia inmediata será contar con un marco para la supervisión financiera que funcione bien y que sea eficaz: el BCE está preparado para tomar parte activa en este empeño.

DERECHOS DE LOS HOGARES EN LOS SISTEMAS PÚBLICOS DE PENSIONES DE LA ZONA DEL EURO: RESULTADOS OBTENIDOS APLICANDO EL NUEVO SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES

ARTÍCULOS

En este artículo se presentan los resultados que se obtienen contabilizando los derechos de los hogares en el marco de los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro de acuerdo con el Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008). Mientras que en el SCN 2008 el tratamiento de los sistemas públicos de pensiones en las cuentas nacionales no ha cambiado prácticamente, el nuevo sistema proporciona una norma estadística internacional para la obtención de datos complementarios sobre los derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y también en los sistemas de seguridad social. La magnitud aproximada de los derechos frente a las Administraciones Públicas en los sistemas sin constitución de reservas se conoce merced a distintos estudios realizados por organismos internacionales, como el FMI, la OCDE y el Banco Mundial. Sin embargo, el SCN 2008 señala la necesidad de proporcionar información más detallada sobre los derechos devengados por pensiones, como los saldos vivos, los derechos acumulados y el impacto de las reformas de las pensiones. Todo ello aumenta la transparencia de las finanzas de los hogares y de las Administraciones Públicas, mejora las comparaciones entre países y áreas económicas, y es particularmente relevante en vista de las importantes implicaciones del envejecimiento de la población en la zona del euro y en muchas economías industrializadas.

Los derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones descritos en el presente artículo no pueden utilizarse como un indicador para evaluar la sostenibilidad fiscal de los sistemas de pensiones sin constitución de reservas. Para realizar esta evaluación es necesario ampliar el concepto de derechos devengados por pensiones para incluir los derechos que se devengarán en el futuro, comparando al mismo tiempo estos «activos» con los pagos futuros por cotizaciones sociales y por impuestos.

Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales

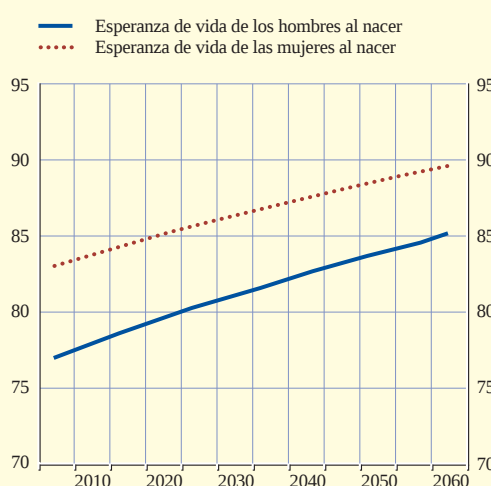
I INTRODUCCIÓN Y RETOS POLÍTICOS

Debido a la creciente esperanza de vida y a la baja tasa de natalidad, la población de la zona del euro está envejeciendo y se espera que vaya disminuyendo. Según el escenario central elaborado por Eurostat, se prevé que la esperanza de vida al nacer en la zona del euro se elevará en el período 2008-2060 en 7,5 años para los hombres (desde los 77,5 años en 2008 hasta los 85 años en 2060) y en 6,1 años para las mujeres (desde los 83,4 años en 2008 hasta los 89,5 años en 2060). Así pues, como puede apreciarse en el gráfico 1, continúa el proceso de convergencia gradual de la esperanza de vida de los hombres y de las mujeres. Por lo que se refiere a la tasa de natalidad en la zona del euro, aunque se espera que los nacimientos por mujer aumenten ligeramente, desde 1,55 en 2008 hasta 1,67 en 2060, esta tasa se mantiene muy por debajo de los 2,1 nacimientos por mujer que serían necesarios para garantizar el nivel de reemplazo de cada generación¹.

Para valorar los retos políticos que las citadas proyecciones demográficas plantean para la financia-

Gráfico 1 Esperanza de vida al nacer en la zona del euro

(edad en años)



Fuente: Comisión Europea y Comité de Política Económica, «2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2, 2009.

1 Véase también Comisión Europea y Comité de Política Económica, «2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2, 2009.

ción de los sistemas públicos de pensiones de reparto, conviene analizar sus implicaciones valorando los derechos devengados por pensiones ya acumulados, tanto en el marco de las cuentas nacionales como desde el punto de vista de las perspectivas económicas futuras. Desde este último enfoque, según el Informe de 2009 sobre el Envejecimiento Demográfico, elaborado por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica, se espera que el gasto público en pensiones aumente en la zona del euro, desde el 11,1% del PIB en 2007 hasta el 13,9% del PIB en 2060, con diferencias significativas entre los países de la zona. Unido a la débil posición fiscal estructural de la zona del euro, este aumento general de los costes derivados del envejecimiento de la población, en un entorno en el que el crecimiento potencial del PIB está disminuyendo en cierta medida, contribuiría a plantear importantes riesgos para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Reducir estos riesgos, señalados en el Informe de Sostenibilidad de 2009², requiere aplicar la triple estrategia que el Consejo Europeo de Estocolmo aprobó en 2001 y que consiste en: (i) fomentar la consolidación fiscal; (ii) aumentar la productividad y el empleo, y (iii) reformar los sistemas de seguridad social, incluidas las pensiones.

La valoración mencionada anteriormente se basa en registrar los derechos devengados por pensiones que los pensionistas y asalariados han acumulado mediante el pago de sus cotizaciones sociales. Estos derechos por pensiones de los hogares constituyen compromisos para las Administraciones Públicas y, aunque no quedan registrados como deuda pública, las Administraciones Públicas han de cumplir sus compromisos con los pensionistas presentes y futuros. A la luz de la evolución demográfica prevista, es de especial interés registrar la magnitud de estos compromisos y realizar un seguimiento de su evolución en el tiempo.

Cabe destacar que la cuantificación de los compromisos devengados por pensiones acumulados de las Administraciones Públicas no es, por sí misma, suficiente para evaluar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello se debe a que no se tiene en

cuenta la evolución de las aportaciones futuras a los sistemas públicos de pensiones de reparto. No obstante, si los datos sobre compromisos devengados se registran sistemáticamente y durante un período prolongado, podrían contribuir a evaluar, entre otras cosas, la medida en que la magnitud de los compromisos por pensiones varía en respuesta a reformas de los sistemas públicos de pensiones, tales como la elevación de la edad obligatoria de jubilación. Según la literatura, los derechos devengados por pensiones acumulados de los hogares o los compromisos acumulados de las Administraciones Públicas alcanzan una magnitud considerable, que presenta, sin embargo, diferencias significativas entre los distintos países³.

El SCN 2008 adoptado recientemente recomienda que los derechos devengados por pensiones acumulados de los hogares en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y en los sistemas de seguridad social se registren en un cuadro complementario sobre pensiones⁴. Además, el Sistema Europeo de Cuentas, actualmente en proceso de revisión, se modificará de acuerdo con este enfoque. Estas modificaciones tienen por objeto permitir que los datos sobre pensiones de países con sistemas de pensiones de características diferentes puedan compararse, especialmente en el caso de las principales áreas económicas, como la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En este contexto, en el presente ar-

2 Véase Comisión Europea, «Sustainability Report 2009», *European Economy*, n.º 9, 2009.

3 Para un análisis de las estimaciones, incluidas las de la OCDE y del FMI, véase R. Holzmann, P. Palacios y A. Zvinienė, «On the economics and scope of implicit pension debt: an international perspective», *Empirica*, n.º 28, 2001, pp. 97-129. Los estudios, en los que se analizaron datos que se remontaban hasta mediados de los años noventa, mostraron que los compromisos implícitos por pensiones de distintos países de la zona del euro se situaban entre el 200% y el 350% del PIB.

4 El SCN 2008, la norma estadística internacional más importante, es una versión actualizada del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993), cuya primera versión se publicó hace más de cincuenta años. El SCN 2008, la quinta versión del SCN, adoptada por la Comisión de Estadísticas de las Naciones Unidas en 2008 y 2009, fue elaborado bajo los auspicios del Grupo Intersecretarial de Trabajo sobre Cuentas Nacionales (ISWGNA, en sus siglas en inglés), integrado por cinco organizaciones: Eurostat, FMI, OCDE, División de Estadísticas de las Naciones Unidas y comisiones regionales de la Secretaría de las Naciones Unidas y del Banco Mundial. Estas cinco organizaciones publican conjuntamente el SCN 2008, que puede consultarse en la dirección en Internet de la División de Estadísticas de las Naciones Unidas (<http://unstats.un.org/unsd/sna1993/snarev1.asp>).

título se analizan los cambios que el SCN 2008 introduce respecto a los derechos devengados por pensiones acumulados y se presentan estimaciones para la zona del euro elaboradas por el Grupo de Trabajo de la Comisión Europea (Eurostat) y del BCE sobre Pensiones, creado por el Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos⁵.

El artículo está estructurado de la forma siguiente. En la segunda sección se ofrece una panorámica de cómo los derechos devengados por pensiones de los hogares se registran actualmente en las cuentas nacionales y se describe el nuevo método de contabilización de los datos de pensiones recomendado por el SCN 2008. En la tercera sección se presentan estimaciones de los derechos devengados por pensiones en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro, en comparación con los datos de Estados Unidos, desde la perspectiva tanto de los hogares como de las Administraciones Públicas. En la cuarta sección se examinan brevemente las proyecciones publicadas en el Informe de 2009 sobre el Envejecimiento Demográfico para todos los Estados miembros de la UE, comparando sus fundamentos metodológicos con el concepto de derechos devengados por pensiones acumulados. En la quinta sección se presentan las conclusiones.

2 DERECHOS DE LOS HOGARES EN LOS SISTEMAS PÚBLICOS DE PENSIONES EN RELACIÓN CON LOS ACTIVOS DE LOS HOGARES

Los derechos devengados por pensiones de los hogares pueden registrarse en las cuentas nacionales como activos financieros o como activos contingentes⁶. Los derechos contabilizados como activos financieros constituyen los activos financieros de los beneficiarios frente a su empleador o a un gestor del sistema de pensiones designado por el empleador para pagar las pensiones que forman parte de un acuerdo de retribución suscrito entre el empleador y el empleado. Los derechos registrados como activos contingentes suelen ser «activos condicionados» en el marco de sistemas de pensiones sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas, incluidos los sistemas

de seguridad social. Como contrapartida, se registran como pasivos contingentes de las Administraciones Públicas, cuyos compromisos cubren estas contingencias además de la deuda pública.

SISTEMAS DE PENSIONES DE SEGUROS SOCIALES

En los sistemas de pensiones de seguros sociales, los beneficiarios están obligados, o se les insta, a suscribir un seguro frente a los riesgos y necesidades posteriores a la jubilación. Las principales prestaciones cubiertas por los sistemas de pensiones de seguros sociales son los ingresos que se percibirán tras la jubilación, aunque el seguro puede cubrir también otras contingencias. Por ejemplo, pueden pagarse pensiones a viudas y viudos o a personas que han sufrido un accidente laboral, quedando discapacitadas para trabajar. Pueden proporcionarse prestaciones de asistencia social independientemente de la pertenencia a un sistema de seguros sociales. Una tercera forma de pensión es la que se recibe mediante pólizas de seguro individuales.

Como se indica en el recuadro 1, existen distintos tipos de sistemas de pensiones de seguros sociales en la zona del euro: sistemas gestionados por las Administraciones Públicas, lo que es el caso más frecuente, o por organismos no gubernamentales; planes de pensiones de empleo, bien de aportación definida, bien de prestación definida o híbridos; o sistemas de pensiones de seguridad social. Los planes de pensiones de empleo pueden ser sistemas con constitución de reservas o sin constitución de reservas, mientras que los sistemas de seguridad social tienden a ser sistemas de reparto financiados mediante cotizaciones sociales o transferencias de las Administraciones Públicas.

5 Las estimaciones se refieren a los derechos devengados por pensiones acumulados de los hogares en los sistemas de pensiones sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas, incluidos los sistemas de pensiones de seguridad social. Véase también R. Mink, M. Rodríguez, E. Barredo y J. Verrinder, «Reflecting pensions in National Accounts – Work of the Eurostat/ECB Task Force», trabajo presentado en la XXX Conferencia General de la International Association for Research in Income and Wealth (IARIW), agosto de 2008.

6 Ya que los activos y pasivos contingentes no dan lugar a compromisos incondicionales de efectuar pagos o de proporcionar otros objetos de valor, no se registran como activos y pasivos financieros en las cuentas nacionales. Para más información, véase el apartado 2.29 del SCN 2008.

Recuadro I

SEGUROS SOCIALES, ASISTENCIA SOCIAL Y PÓLIZAS DE SEGURO INDIVIDUALES

El sistema de pensiones predominante en la zona del euro son los seguros sociales, que incluyen los sistemas de pensiones de seguridad social (clasificados como pertenecientes al sector de Administraciones Públicas) que, en muchos casos, cubren a partes importantes de la población, y los planes de pensiones de empleo, establecidos por los empleadores, incluido el Gobierno, para sus propios asalariados¹. La distinción entre los sistemas de pensiones de seguridad social y los planes de pensiones de empleo varía considerablemente de un país a otro, por lo que la cobertura y, por consiguiente, la percepción nacional de lo que significa el término «seguridad social» también varía considerablemente, sobre todo entre los países europeos y los no europeos.

A diferencia de las prestaciones de los seguros sociales, las prestaciones de asistencia social se pagan sin que el sujeto haya realizado cotizaciones que otorguen ese derecho, lo cual sí ocurre en un sistema de seguros sociales.

Las pólizas de seguro individuales son pólizas suscritas en su propio nombre por beneficiarios, quienes, a diferencia de los seguros sociales, no pasan a estar afiliados a un sistema organizado de forma colectiva para grupos de asalariados.

Los planes de pensiones de empleo pueden ser gestionados por las Administraciones Públicas o por organismos no gubernamentales, y pueden ser sistemas con constitución de reservas o sistemas sin constitución de reservas. Los sistemas con constitución de reservas financian las pensiones liquidando activos que han sido acumulados de forma separada y sólo para ese fin, y están diseñados de forma que sus activos sean iguales a sus pasivos. En estos sistemas, el valor de los activos acumulados en el fondo con el que se financian las pensiones puede ser exactamente igual, mayor o menor que las obligaciones a las que el fondo tiene que hacer frente. Los sistemas sin constitución de reservas financian las pensiones actuales con las cotizaciones que pagan los futuros pensionistas o con otros ingresos, como impuestos o transferencias; no obstante, estos sistemas pueden mantener activos (por motivos de liquidez, por ejemplo, o como fondos de reserva).

1 El capítulo 17 del SCN 2008 describe el registro de los sistemas de pensiones en forma de seguros sociales, asistencia social y planes de seguros individuales. En el Sistema Europeo de Cuentas revisado se incluirá también un nuevo capítulo sobre pensiones.

Sistemas de pensiones de seguros sociales

Características	Seguros sociales			
	El beneficiario está obligado, o se le insta, a suscribir un seguro frente a algunas contingencias (envejecimiento, desempleo, enfermedad, cuidados de larga duración) a través de un tercero.			
	Seguridad Social		Seguros sociales ligados al empleo	
Forma de organización	Organizados por las Administraciones Públicas a través de sistemas de seguridad social		Organizados por los empleadores en nombre de sus asalariados y las personas a cargo de los mismos o por otros en nombre de un grupo específico	
Tipo de seguros sociales	Sistemas de pensiones de seguridad social	Otros sistemas de seguridad social	Planes de pensiones de empleo	Otros seguros sociales ligados al empleo
Sector	Administraciones de seguridad social		Sector o subsector del empleador o fondos de pensiones	

Los planes de pensiones de empleo pueden ser, además, sistemas de aportación definida y sistemas de prestación definida. En el sistema de aportación definida, las prestaciones dependen exclusivamente del nivel del fondo acumulado a partir de las aportaciones efectuadas por el asalariado durante su vida laboral y los incrementos de valor obtenidos al invertir ese fondo. Estos sistemas se organizan en forma de cuentas individuales que pertenecen a los partícipes, ya que las prestaciones que se percibirán tras la jubilación dependen del saldo existente en la cuenta del sistema de aportación definida. Por tanto, el asalariado asume todo el riesgo de que el sistema proporcione una renta adecuada tras la jubilación. En un sistema de prestación definida, las prestaciones que deben pagarse al asalariado tras su jubilación se determinan bien mediante el uso de una fórmula, o bien mediante la combinación de una fórmula y una cantidad mínima garantizada. Esta fórmula suele tener en cuenta los años de servicio y una medida del salario medio o final percibido. El empleador asume el riesgo de que el sistema proporcione una renta adecuada tras la jubilación. Los sistemas híbridos, que incorporan características de los sistemas de prestación definida y de los sistemas de aportación definida, suelen clasificarse como sistemas de prestación definida.

En el Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 (SCN 1993), los compromisos por pensiones se registraban como pasivos en el caso de los planes de pensiones de empleo de aportación definida y de los sistemas de prestación definida con constitución de reservas, si bien no se registraban como pasivos en el caso de los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas ni en el caso de los sistemas de seguridad social. El SCN 2008 adoptado recientemente recomienda que los derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y en los sistemas de seguridad social se registren como datos complementarios⁷. Ello permitirá que los datos sobre pensiones de países con sistemas de pensiones de características diferentes puedan compararse, especialmente en el caso de las principales áreas económicas, como la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

Los sistemas de pensiones de seguridad social y los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas son particularmente importantes para la zona del euro. En consecuencia, es de especial interés disponer de información detallada sobre los compromisos devengados acumulados de las Administraciones Públicas que habrá que financiar en el futuro, teniendo en cuenta la evolución demográfica y la carga fiscal que se derivará, previsiblemente, del envejecimiento de la población.

DISTINTA CONTABILIZACIÓN DE LOS SISTEMAS DE APORTACIÓN DEFINIDA Y DE PRESTACIÓN DEFINIDA

Las cuentas nacionales presentan diferencias significativas entre los países, debido a las diferencias institucionales existentes en materia de sistemas de pensiones, lo que dificulta las comparaciones internacionales (por ejemplo, una proporción relativamente importante de sistemas de aportación definida en Estados Unidos, Países Bajos y Reino Unido, frente a una parte relativamente relevante de sistemas de seguridad social y de sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas en la mayoría de los países de la zona del euro). En particular, los derechos devengados por pensiones de los hogares se registran como activos de los hogares en países que principalmente tienen sistemas de aportación definida, mientras que se registra una proporción relativamente pequeña de derechos por pensiones en países que principalmente tienen sistemas de pensiones sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas, como Alemania, Francia e Italia.

Los datos de seguros de vida y de activos por pensiones que figuran actualmente en los balances de los hogares muestran que los países de la zona del euro con una proporción significativa de sistemas de aportación definida presentan elevados ratios de seguros de vida y de activos por pensiones en

⁷ Para más información, véase el capítulo 17 del SCN 2008.

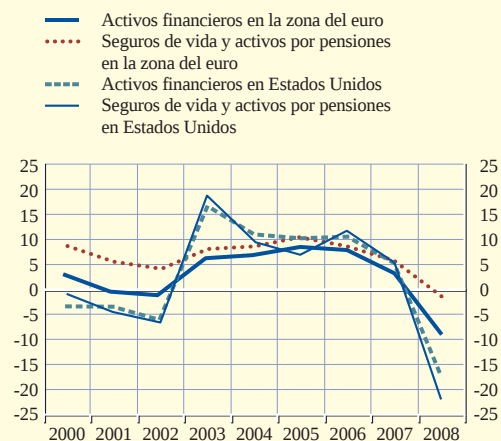
porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares (véase cuadro 1). Ocurre lo contrario en los países de la zona del euro que tienen sistemas de pensiones de seguridad social aplicables a la mayor parte de la población, y también sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas.

En la zona del euro, los derechos devengados por pensiones en los sistemas de aportación definida (incluidos los seguros de vida) suponían, en total, 4,8 billones de euros en 2008, lo que representa el 80% de la renta bruta disponible de los hogares (véase también cuadro 5, línea 4) o el 11% de los activos de los hogares, mantenidos principalmente en fondos de pensiones⁸. En Estados Unidos, los seguros de vida y los activos por pensiones alcanzaron los 10,4 billones de dólares estadounidenses en 2008, lo que corresponde al 98% de la renta bruta disponible de los hogares o en torno al 16% de los activos de los hogares.

En la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de los seguros de vida y de los activos por pensiones de los hogares se redujo desde el 10% de 2005 al 6% de 2007, como resultado, principalmente, de las ganancias de posesión decrecientes (véase gráfico 2). En 2008, los activos disminuyeron en más del 1%. Esta reducción fue relativamente moderada en comparación con el descenso del 8% de los activos financieros de los hogares de

Gráfico 2 Seguros de vida, activos por pensiones y activos financieros de los hogares

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y US Federal Reserve Board.

la zona del euro observado como consecuencia, fundamentalmente, de las pérdidas de valoración registradas durante la crisis financiera.

Por el contrario, en Estados Unidos los activos financieros de los hogares disminuyeron alrededor del 17% en 2008. La mayor parte de esta pérdida se registró en las acciones y otras participaciones, que cayeron un 27% en 2008. Los activos de los fondos de pensiones estadounidenses disminuyeron también de forma acusada, retrocediendo un 22%, en 2008. Este impacto negativo relativamente importante sobre los seguros de vida y los activos por pensiones de los hogares observado en Estados Unidos, en comparación con el descenso relativamente moderado registrado en la zona del euro, está relacionado con el hecho de que los sistemas de aportación definida de Estados Unidos están mucho más expuestos a la crisis financiera, debido a sus cuantiosas inversiones financieras en renta variable, que los sistemas de la zona del euro, que mantienen sobre todo valores distintos de acciones. En general, desde el año 2000, las tasas de crecimiento de los seguros de vida y de los activos por pensiones de los hogares estadounidenses han venido mostrando una mayor volatilidad

Cuadro 1 Seguros de vida y activos por pensiones de los hogares

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares a fin de año)

País/zona	1999	2007	2008
Zona del euro	64,4	84,0	79,7
De la cual: Alemania	64,2	82,8	84,8
Francia	69,6	96,7	94,5
Italia	33,6	54,1	51,3
Países Bajos	296,0	324,4	268,7
Reino Unido	261,5	247,9	201,8
Estados Unidos	138,4	129,2	98,0
Japón	103,3	119,5	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat), UK Office for National Statistics, US Federal Reserve Board, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan, Economic and Social Research Institute y Cabinet Office of the Government of Japan.

Notas: Datos a fin de año, que incluyen los seguros de vida y los activos por pensiones de los hogares, y se refieren, principalmente, a sistemas de aportación definida.

8 Véase el cuadro 3.3 de la subsección de cuentas de la zona del euro, en la sección de estadísticas de la zona del euro del presente Boletín Mensual.

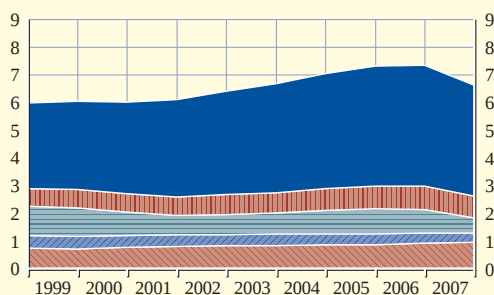
que las correspondientes tasas de las inversiones de los hogares de la zona del euro (véase gráfico 3).

Gráfico 3 Activos de los hogares en la zona del euro y Estados Unidos

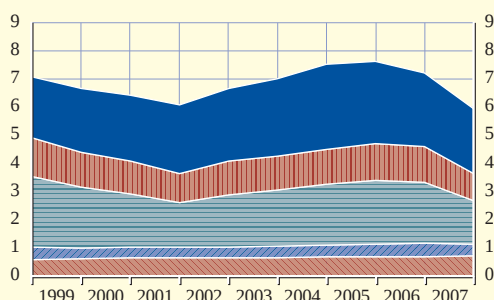
(múltiplos de la renta bruta disponible anual de los hogares)

- Activos no financieros
- Seguros de vida y activos por pensiones
- Acciones y otras participaciones
- Depósitos y valores distintos de acciones, a largo plazo
- Depósitos y valores distintos de acciones, a corto plazo

Activos de los hogares en la zona del euro



Activos de los hogares en Estados Unidos



Fuentes: BCE, US Bureau of Economic Analysis y US Federal Reserve Board.

Notas: En la zona del euro, los activos no financieros de los hogares se refieren a los inmuebles residenciales, mientras que en Estados Unidos se refieren a los inmuebles residenciales y al resto de los activos materiales.

LOS DERECHOS POR PENSIONES DE LOS HOGARES DESDE UNA PERSPECTIVA MÁS AMPLIA

Para poder valorar desde una perspectiva más amplia los derechos devengados por pensiones en los sistemas de seguros sociales, el SCN 2008 recomienda elaborar un cuadro complementario en el que todos los derechos devengados por pensiones acumulados queden registrados en los balances. Los derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de

reservas gestionados por las Administraciones Públicas y en los sistemas de seguridad social no se registran en el conjunto de cuentas nacionales, sino en este cuadro complementario.

El cuadro complementario sobre los sistemas de pensiones de seguros sociales ofrece un marco para compilar y presentar los datos de balance, de operaciones y de otros flujos para todos los derechos por pensiones, tanto desde la perspectiva de los deudores (fondos de pensiones) como de la de los acreedores (hogares). El cuadro muestra los datos de saldos y flujos de determinados sistemas de pensiones que no quedan completamente registrados en el conjunto de cuentas nacionales, por ejemplo, los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y los sistemas de seguridad social. En principio, el cuadro complementario sólo recoge la parte de los seguros sociales correspondiente a las pensiones, ya que no incluye la asistencia social, la sanidad, los cuidados de larga duración y las pólizas de seguro individuales (relacionadas con las pensiones). Sin embargo, el cuadro incorpora elementos de asistencia social que están incluidos inseparablemente en sistemas de pensiones generalmente organizados como seguros sociales. Los derechos de los supérstites (por ejemplo, cónyuges dependientes, hijos y huérfanos), así como las prestaciones por discapacidad e invalidez, se incluyen en el cuadro complementario si son parte integrante del sistema de pensiones.

El cuadro 2 presenta el cuadro complementario, tal y como figura en el capítulo 17 del SCN 2008. Las líneas muestran las posiciones al principio y al final del período para los balances de los distintos sistemas de pensiones de seguros sociales, y también las operaciones y otros flujos correspondientes al período contable. Básicamente, el cuadro enlaza los balances al principio y al final del período de los derechos por pensiones (líneas 1 y 10) de todos los sistemas de pensiones de seguros sociales existentes en una economía. Las operaciones que aparecen en el cuadro son las cotizaciones sociales recibidas (línea 2), las pensiones pagadas (línea 4), las transferencias de derechos por pensiones (línea 6) y las consecuencias de las reformas de las pensiones (línea 7).

Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales

Cuadro 2 Cuadro complementario sobre los sistemas de pensiones ligados a los seguros sociales

N.º de línea	Registro	Conjunto de cuentas nacionales			
	Promotor del sistema de pensiones	Distinto de las Administraciones Públicas			
		Sistemas de aportación definida	Sistemas de prestación definida y otros ¹⁾ sistemas de aportación no definida	Total	Sistemas de aportación definida
	Número de columna	A	B	C	D
Balance al principio del período					
1	Derechos por pensiones				
Variaciones en los derechos por pensiones debidas a operaciones					
2	Aumento de los derechos por pensiones debido a cotizaciones sociales				
2.1	Cotizaciones sociales efectivas a cargo de los empleadores				
2.2	Cotizaciones sociales imputadas a cargo de los empleadores				
2.3	Cotizaciones sociales efectivas a cargo de los hogares				
2.4	Cotizaciones sociales complementarias a cargo de los hogares ⁵⁾				
3	Otras variaciones (actuariales) en los derechos por pensiones en los sistemas de pensiones de seguridad social				
4	Disminución de los derechos por pensiones debida al pago de prestaciones por pensiones				
5	Variaciones en los derechos por pensiones por cotizaciones sociales y prestaciones por pensiones				
6	Transferencias de derechos por pensiones entre sistemas				
7	Variaciones en los derechos por pensiones debidas a reformas de los sistemas de pensiones				
Variaciones en los derechos por pensiones debidas a otros flujos					
8	Variaciones en los derechos por pensiones debidas a revalorizaciones ⁶⁾				
9	Variaciones en los derechos por pensiones debidas a otras variaciones en el volumen ⁶⁾				
Balance al final del período					
10	Derechos por pensiones				

Notas:

1) Otros sistemas de aportación no definida, que se suelen denominar sistemas híbridos, incorporan características de los sistemas de prestación definida y de los sistemas de aportación definida.

2) Sistemas organizados por las Administraciones Públicas para sus asalariados en activo y jubilados.

3) Sistemas de pensiones de prestación definida no autónomos, cuyos derechos por pensiones se registran en el conjunto de cuentas nacionales.

4) Los datos de contrapartida de los hogares no residentes sólo se indicarán por separado cuando las relaciones con el resto del mundo en materia de pensiones sean significativas.

Otros flujos económicos corresponden a las revalorizaciones y a las otras variaciones en el volumen (líneas 8 y 9) correspondientes a un período contable. Los diferentes tipos de sistemas de pensiones se registran en las distintas columnas según varios criterios: el principio de registro (incluidos o no incluidos en el conjunto de cuentas nacionales), el promotor del sistema de pensiones y el sector del sistema (Ad-

ministraciones Públicas o distinto de las Administraciones Públicas), y el tipo de sistema (de aportación definida, de prestación definida o de seguridad social); con columnas separadas (G y H) para los sistemas «no incluidos en el conjunto de cuentas nacionales», sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y sistemas de pensiones de

Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales

Conjunto de cuentas nacionales		No incluidos en el conjunto de cuentas nacionales		Total sistemas de pensiones	Contrapartidas: derechos por pensiones de hogares residentes ⁴⁾
Administraciones Públicas					
Sistemas de prestación definida para asalariados de las AAPP ²⁾			Sistemas de pensiones de seguridad social		
Clasificados en Instituciones Financieras	Clasificados en Administraciones Públicas ³⁾	Clasificados en Administraciones Públicas			
E	F	G	H	I	J
Balance al principio del período					
Variaciones en los derechos por pensiones debidas a operaciones					
Variaciones en los derechos por pensiones debidas a otros flujos					
Balance al final del período					

5) Estas cotizaciones complementarias representan la rentabilidad atribuida a los partícipes en los sistemas de pensiones, medida, en el caso de los sistemas de aportación definida, por las rentas obtenidas de la inversión de los activos y, en el caso de los sistemas de prestación definida, por las rentas imputadas mediante la utilización de la correspondiente tasa de descuento.

6) Se debe dar un mayor grado de detalle de estos conceptos en las columnas G y H, con base en los cálculos de los modelos diseñados para estos sistemas. Las casillas sombreadas en gris no son de aplicación y las casillas sombreadas en amarillo incluirán datos distintos de los del conjunto de cuentas nacionales.

seguridad social. La columna J muestra todos los derechos devengados por pensiones de los hogares.

Sólo las partidas del cuadro sombreadas en amarillo amplían los datos de operaciones relativos a cotizaciones sociales y pensiones que ya están contabilizados. Los datos de flujos adicionales, que son esenciales para obtener datos sobre los derechos por

pensiones, comprenden los datos sobre las cotizaciones sociales imputadas a cargo de los empleadores (línea 2.2) y las cotizaciones sociales complementarias a cargo de los hogares (línea 2.4), otras variaciones actuariales en los derechos devengados por pensiones en los sistemas de seguridad social (línea 3) y variaciones por revalorizaciones y otras variaciones en el volumen. Unidos a los datos de

operaciones relativos a cotizaciones sociales efectivas a cargo de los empleadores y de los hogares (líneas 2.1 y 2.3) y a las prestaciones por pensiones (línea 4), que se registran también en el conjunto de cuentas nacionales, estos datos permiten elaborar un conjunto completo y coherente de datos de saldos y flujos para los sistemas de pensiones (columnas G y H).

A falta de datos procedentes de otras fuentes o de otros agentes informantes, los institutos nacionales de estadística, en colaboración con otras agencias nacionales, efectúan los cálculos actuariales subyacentes en las columnas G y H sobre sistemas de pensiones gestionados por las Administraciones Públicas. Para los estadísticos, se trata de una nueva tarea que requiere una amplia experiencia en modelos financieros de rentas vitalicias y de seguros de vida.

3 DERECHOS DEVENGADOS POR PENSIONES EN LOS SISTEMAS PÚBLICOS DE PENSIONES DE LA ZONA DEL EURO

DATOS COMPLEMENTARIOS SOBRE LOS SISTEMAS DE PENSIONES GESTIONADOS POR LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Para tener una visión completa de los derechos por pensiones de los hogares en la zona del euro, se estimaron los datos de operaciones y de otros flujos económicos en el transcurso de 2007, así como los saldos vivos de los derechos devengados por pensiones al final de 2006 (los importes al inicio del período) y al final de 2007, con la colaboración del Grupo de Trabajo de la Comisión Europea (Eurostat) y del BCE sobre Pensiones (véase recuadro 2). Estas estimaciones se basaron en modelos nacionales de pensiones, y también en cálculos de referencia proporcionados por el Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo.

El cuadro 3 ofrece un resumen de estos cálculos orientativos, que abarcan cerca del 54% de los sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y el 73% de los sistemas de seguridad social en 2007. Según estas estimaciones, al final de

2007 los derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas representaron en torno al 79% de la renta bruta disponible de los hogares, y los derechos devengados por pensiones en los sistemas de seguridad social constituyeron el 415% de dicha renta bruta disponible de los hogares (véase también cuadro 5, líneas 12 y 13). Estos resultados están, en general, en línea con los resultados descritos en la literatura sobre las estimaciones de la magnitud de los derechos devengados por pensiones acumulados. Las diferencias se refieren, principalmente, al año de referencia, a la proporción de sistemas de pensiones incluidos en las estimaciones, al denominador (la renta bruta disponible de los hogares en este caso, y el PIB en otros estudios), así como a las especificaciones metodológicas, que siguen las nuevas normas internacionales, y a los supuestos macroeconómicos. Por otro lado, el enfoque utilizado en este artículo proporciona un conjunto coherente de datos de saldos y flujos, como puede observarse en el cuadro 2. En 2007, el año de referencia de las estimaciones presentadas en este artículo, los derechos por pensiones totales acumulados en la zona del euro representaron alrededor del 490% de la renta bruta disponible anual de los hogares (330% del PIB), de los que los derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas constituyeron cerca del 79% de la renta bruta disponible de los hogares (52% del PIB), y los derechos devengados por pensiones en los sistemas de pensiones de seguridad social representaron el 415% (278% del PIB) de la mencionada renta bruta disponible de los hogares.

Recientemente, se dispone de estimaciones de los derechos contingentes devengados por pensiones acumulados para Francia y Alemania. Las estimaciones relativas a Francia, realizadas por el INSEE, sitúan los derechos implícitos por pensiones de seguridad social en el 259% del PIB en 2003. Esta cifra concuerda, en general, con los resultados de un estudio publicado por la Banque de France, en colaboración con el US Bureau of Economic Analysis. Según los cálculos realizados para Alemania por DESTATIS, los derechos devengados

Cuadro 3 Derechos por pensiones en los sistemas gestionados por las Administraciones Públicas en la zona del euro[porcentaje de la renta bruta disponible anual de los hogares en 2007; valoración según el método de los compromisos por prestaciones previstas (*projected benefit obligations*) ¹⁾]

Rúbrica	Número de columna	
	Sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas	Sistemas de pensiones de seguridad social
	G	H
Derechos por pensiones (balance al principio del período)	77,4	406,0
Aumento de los derechos por pensiones debido a cotizaciones sociales	4,1	29,7
Otras variaciones (actuariales) en los derechos por pensiones		-2,3
Disminución de los derechos por pensiones debida al pago de prestaciones por pensiones	3,0	14,4
Variaciones en los derechos por pensiones por cotizaciones sociales y prestaciones por pensiones	1,1	13,1
Variaciones en los derechos por pensiones debidas a reformas de los sistemas de pensiones	-0,0	-4,1
Derechos por pensiones (balance al final del período)	78,5	415,0
<i>Pro memoria: Derechos por pensiones (balance al final del período) en mm de euros</i>	<i>2.270</i>	<i>17.404</i>

Fuentes: BCE y Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo.

Notas: Los números de línea y columna corresponden a los números de línea y columna del cuadro 2.

1) Para más información sobre los métodos de valoración, véase el recuadro 2.

por pensiones en los sistemas de seguridad social se cifraron en cerca del 230% del PIB en 2005. Los derechos devengados por pensiones en los sistemas de seguridad social calculados en los estudios relativos a estos países se corresponden, en gran medida, con las estimaciones relativas a la zona del euro (278% del PIB en 2007). En algunos estudios por países se han efectuado recientemente estimaciones preliminares para los sistemas de pensiones de los funcionarios, que suponen, para la zona del euro, un 52% del PIB en 2007⁹.

Estas estimaciones han de considerarse desde dos perspectivas, la de los hogares y la de las Administraciones Públicas. Desde la perspectiva de los hogares, las estimaciones proporcionan información adicional sobre los activos de los hogares, al incluir los derechos contingentes por pensiones. Desde la perspectiva de las Administraciones Públicas, las estimaciones se suman a los datos de pasivos de las Administraciones Públicas, al incluir los compromisos contingentes por pensiones. Sin embargo, tal y como se indica en el recuadro 3, estas cifras no permiten una evaluación directa de la sostenibilidad fiscal, que debería basarse en un enfoque más completo, con la inclusión de previsiones de ingresos.

El US Bureau of Economic Analysis ha realizado cálculos actuariales similares para los sistemas de pensiones de prestación definida privados y públicos y para los sistemas de pensiones de seguridad social de Estados Unidos¹⁰. En la actualidad, tanto los sistemas de prestación definida como los de aportación definida desempeñan un papel importante en la financiación de las pensiones de los hogares¹¹. Mientras que en Estados Unidos no existen prácticamente

9 Véanse R. Holzmann et ál., 2001; D. Blanchet y S. Le Minez, «Assessing implicit pension liabilities for the French pension system: a micro-founded approach», trabajo presentado en la XXX Conferencia General de la IARIW, agosto de 2008; D. Durant y M. Reinsdorf, «Implicit social security and pension wealth in household assets in the US and France», trabajo presentado en la XXX Conferencia General de la IARIW, agosto de 2008; y A. Braakmann, J. Grütz y T. Haug, «Das Renten- und Pensionsvermögen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen», Statistisches Bundesamt, *Wirtschaft und Statistik*, 12/2007, pp. 1167-1179.

10 Véanse M. B. Reinsdorf y D. G. Lenze, «Defined benefit pensions and household income and wealth», Survey of Current Business, agosto de 2009; y D. Durant y M. Reinsdorf, op. cit.

11 En el sector privado estadounidense, los sistemas de pensiones establecidos recientemente son casi siempre sistemas de aportación definida. El número de sistemas de prestación definida del sector privado está disminuyendo muy lentamente, aunque se mantiene por encima de 40.000. La población incluida está envejeciendo rápidamente, de modo que las prestaciones aumentan más velozmente que las aportaciones. Por otro lado, en Estados Unidos existen también más de 2.500 sistemas de pensiones de prestación definida para los asalariados de las Administraciones Territoriales, mientras que las Administraciones federales gestionan unos 40 sistemas de prestación definida para sus asalariados.

Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales

sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas, los derechos devengados por pensiones en los sistemas de pensiones privados de prestación definida añaden el equivalente a cerca del 80% de la renta bruta disponible de los hogares estadounidenses a los activos de estos hogares (véase también cuadro 5, línea 5). Además, los hogares estadounidenses tienen derechos contingentes devengados por pensiones en los sistemas de seguridad social por un importe que representa, aproximadamente, en torno al 160% de la renta bruta disponible de los hogares (véase también cuadro 5, línea 10)¹².

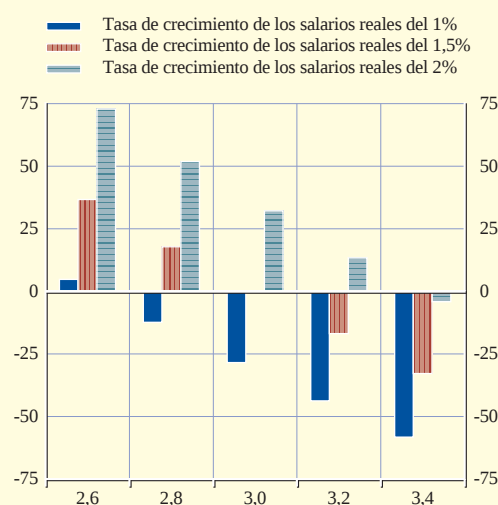
Se han realizado análisis de sensibilidad para tener en cuenta la incertidumbre que presentan las estimaciones actuariales de los derechos contingentes devengados por pensiones de los hogares de la zona del euro. Los cálculos que figuran en el cuadro 4 y el gráfico 4 se basan en diferentes supuestos de modelización. El escenario de referencia supone una tasa real de descuento a largo plazo del 3% y una tasa de crecimiento interanual de los salarios reales del 1,5%. Para comprobar la solidez de los resultados se variaron los supuestos de referencia, como se indica en el cuadro y el gráfico. Se aplicó a estos cálculos el método de compromisos por prestaciones previstas (*projected benefit obligations*, PBO) (véase recuadro 2).

Como puede observarse en el gráfico 4, el impacto de una variación de la tasa real de descuento sobre el importe de los derechos por pensiones es mucho mayor que el de variaciones de la tasa de creci-

Gráfico 4 Análisis de sensibilidad mediante la variación de la tasa real de descuento y de la tasa de crecimiento de los salarios reales

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares)

Sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y sistemas de pensiones de seguridad social



Fuentes: BCE y Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo.

Notas: Desviaciones respecto al escenario de referencia de los derechos por pensiones en porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares; a fin de 2007; valoración según el método de los compromisos por prestaciones previstas (*projected benefit obligations*); análisis de sensibilidad basado en la variación del porcentaje de la tasa real de descuento (eje de abscisas) y de la tasa de crecimiento de los salarios reales; escenario de referencia: tasa real de descuento del 3% y tasa de crecimiento de los salarios reales del 1,5%.

- 12 Las estimaciones relativas a Estados Unidos incluyen la seguridad social. No se trata de un plan de asistencia social, sino de un plan de seguros sociales y no es muy distinto de la seguridad social vigente en Europa, salvo que las prestaciones son generalmente menores en relación con las ganancias medias, debido a que se espera que el jubilado reciba también ingresos procedentes de los planes de pensiones de empleo o de planes de seguros individuales.

Cuadro 4 Análisis de sensibilidad de los derechos por pensiones de los hogares en los sistemas gestionados por las Administraciones Públicas de la zona del euro

(porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares)

Tasa real de descuento en porcentaje	Tasa de crecimiento de los salarios reales en porcentaje					
	1		1,5		2	
Sistemas	G	H	G	H	G	H
2,6	79,2	419,1	83,9	446,3	89,2	477,2
2,8	76,6	404,6	81,1	430,2	86,1	459,3
3,0	74,2	390,8	78,5	415,0	83,2	442,4
3,2	71,9	377,8	75,9	400,7	80,4	426,5
3,4	69,7	365,5	73,5	387,2	77,8	411,6

Fuentes: BCE y Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo.

Notas: Derechos por pensiones en porcentaje de la renta bruta disponible; a fin de 2007; valoración según el método de compromisos por prestaciones previstas (*projected benefit obligations*); análisis de sensibilidad basado en la variación de la tasa real de descuento y de la tasa de crecimiento de los salarios reales; escenario de referencia: tasa real de descuento del 3% y tasa de crecimiento de los salarios reales del 1,5%; G: sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas; H: sistemas de pensiones de seguridad social.

miento de los salarios reales. Los cálculos basados en el método de valoración de los compromisos por prestaciones previstas (PBO) dan como resultado saldos de los derechos por pensiones que son generalmente de un 10% a un 20% superiores a los derechos calculados según el método de los compromisos por prestaciones devengadas (*accrued benefit obligations*, ABO). Por otra parte, las sensibilidades en el caso de la valoración por el méto-

do de los compromisos por prestaciones previstas (PBO) son más pronunciadas que en el caso de la valoración según el método de los compromisos por prestaciones devengadas (ABO). Así pues, los derechos devengados por pensiones acumulados en los sistemas gestionados por las Administraciones Públicas representaron entre el 430% y el 570% de la renta bruta disponible de los hogares de la zona del euro al final de 2007.

Recuadro 2

ESTIMACIONES ACTUARIALES DE LOS DERECHOS POR PENSIONES

Todos los derechos por pensiones de los hogares se valoran como parte de un balance ampliado de este sector en las cuentas nacionales (que muestra los activos y los activos contingentes) en un momento determinado, generalmente a fin de año. En los sistemas de pensiones sin constitución de reservas, los derechos por pensiones se contabilizan en términos brutos, lo que quiere decir que no se tiene en cuenta el importe de las obligaciones devengadas por los hogares hasta una fecha determinada que reflejen las cotizaciones sociales futuras destinadas a financiar los derechos por pensiones, sino que sólo se registran los derechos por pensiones devengados para las pensiones actuales y futuras, es decir, los derechos por pensiones devengados por los trabajadores actuales (que incluyen los derechos diferidos por pensiones) y los demás derechos por pensiones correspondientes a los pensionistas actuales. Como todos los datos de cuentas nacionales, estos derechos se miden *ex post*, ya que sólo incluyen los importes actuales de los compromisos generados por los derechos por pensiones ya devengados. El método se basa en circunstancias y operaciones observables que han transcurrido en el pasado, como la pertenencia al plan de pensiones y las aportaciones realizadas. Sin embargo, estas medidas *ex post* también dependen de algunos supuestos utilizados en el proceso de modelización. Se ha de estimar la probabilidad de que los actuales cotizantes fallezcan o queden discapacitados antes de alcanzar la edad de percibir una pensión. Este método incluye también variaciones futuras en las prestaciones (definidas) atribuibles a leyes que hayan entrado en vigor antes del año para el que se calculan los derechos por pensiones. Por último, el método requiere el empleo de supuestos sobre la evolución futura de determinadas variables, especialmente la evolución de la tasa de descuento en relación al pago de las pensiones futuras.

Al igual que todos los demás activos, los derechos por pensiones se incluyen en el balance ampliado de los hogares por su valor en la fecha de elaboración del balance. Dado que, en la zona del euro, los gestores de los planes de pensiones no suelen dar a conocer los valores actuariales de las pensiones asociadas a los sistemas sin constitución de reservas, los responsables de la elaboración de las cuentas nacionales tienen que estimar dicho valor actuarial.

La tasa real de descuento aplicada tiene un impacto relativamente acusado sobre el importe total estimado, y se recomienda que se realicen análisis de sensibilidad utilizando varias tasas de descuento diferentes (o diferenciales de tasas de descuento). Se puede considerar la aplicación de tres tasas de descuento distintas a los sistemas de pensiones gestionados por las Administraciones Públicas: (i) una tasa de descuento basada en el rendimiento de la deuda pública (de la Administración central);

(ii) una tasa de descuento basada en el rendimiento de valores de renta fija privada de alta calidad, y (iii) un tipo de interés sin riesgo que refleje el valor temporal del dinero. La alternativa preferida es el rendimiento de la deuda de la Administración central (o, excepcionalmente, el de los valores de renta fija privada de alta calidad). En una situación ideal, la deuda ha de tener un vencimiento residual similar al de los derechos por pensiones (por ejemplo, 30 años, que corresponden a la duración media de los pagos de pensiones).

Otro aspecto importante es el supuesto relativo al crecimiento de los salarios reales utilizado en el cálculo de los derechos por pensiones asociados a sistemas de prestación definida, en los que el nivel de las pensiones se determina aplicando una fórmula al salario del partícipe. El método de compromisos por prestaciones devengadas (*accrued benefit obligations*) consiste en suponer que, en el futuro, no se producirá un crecimiento de los salarios reales. El método alternativo es el de compromisos por prestaciones previstas (*projected benefit obligations*), en el que se incluye un supuesto explícito de crecimiento de los salarios distinto de cero, que tendría en cuenta los ascensos esperados y otros factores que determinan los salarios reales.

PANORÁMICA GLOBAL DE LOS DERECHOS POR PENSIONES DE LOS HOGARES Y DE LOS COMPROMISOS POR PENSIONES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Los datos obtenidos de los balances de la zona del euro y de estos cálculos preliminares ofrecen una visión más completa de los activos de los hogares (incluidos los activos contingentes por pensiones)

y de sus pasivos. La riqueza de los hogares se desagrega en activos no financieros (vivienda) y activos financieros. El cuadro 5 muestra que los activos de los hogares de la zona del euro (excluidos los derechos contingentes devengados por pensiones) fueron más de siete veces la renta bruta disponible anual de los hogares al final de 2007; el mismo cálculo para Estados Unidos muestra que los derechos de los hogares fueron más de ocho veces la

Cuadro 5 Activos, pasivos, patrimonio neto y derechos contingentes por pensiones de los hogares en la zona del euro y Estados Unidos

(múltiplos de la renta bruta disponible de los hogares; a fin de 2007)

Rúbrica	Zona del euro	Estados Unidos
Activos	7,3	8,3
Activos no financieros	4,4	2,8
Activos financieros	3,0	5,5
De los cuales:		
Seguros de vida y activos por pensiones (incluidos actualmente en las cuentas nacionales)	0,8	1,3
De los cuales:		
Derechos por pensiones en sistemas privados de prestación definida ¹⁾	.	0,8
Pasivos	0,9	1,4
Patrimonio neto (activos menos pasivos)	6,4	6,9
Pro memoria:		
Derechos contingentes por pensiones	4,9	1,6
En sistemas de pensiones de prestación definida gestionados por las Administraciones Públicas para sus asalariados ²⁾	0,8	0,0 ³⁾
En sistemas de pensiones de seguridad social	4,2	1,6 ⁴⁾

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat), Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo, US Bureau of Economic Analysis y US Federal Reserve Board.

1) Para la zona del euro, no se dispone de datos; para Estados Unidos, los datos se refieren a fin de 2006.

2) En la zona del euro, los sistemas de pensiones de prestación definida gestionados por las Administraciones Públicas para sus asalariados son predominantemente sistemas sin constitución de reservas; en Estados Unidos, son predominantemente sistemas con constitución de reservas.

3) En Estados Unidos, no existen prácticamente sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas para sus asalariados, aunque el sistema del Gobierno federal anterior a 1983 era un sistema sin constitución de reservas y se aplica todavía a un importante número de jubilados.

4) En Estados Unidos, los hogares tienen derechos contingentes por pensiones de seguridad social.

renta bruta disponible anual de los hogares. Los derechos contingentes devengados por pensiones de los hogares de la zona del euro son superiores a los de Estados Unidos (aproximadamente cinco veces y dos veces la renta bruta disponible anual de los hogares, respectivamente). En Estados Unidos no existen prácticamente derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas, mientras que existe un volumen importante de derechos por pensiones en los sistemas de seguridad social.

De las cifras que figuran en el cuadro 5 puede obtenerse información sobre los compromisos por pensiones de las Administraciones Públicas en los sistemas gestionados por ellas al final de 2007. El cuadro 6 ofrece una panorámica de la deuda pública bruta de la zona del euro y de Estados Unidos, elaborada de forma homogénea. El cuadro muestra que la deuda pública se situó entre el 60% y el 70% del PIB (véase cuadro 6, línea 1). Si se tienen en cuenta todos los compromisos contingentes por pensiones, los compromisos de las Administraciones Públicas de la zona del euro al final de 2007 fueron más de cinco veces la deuda pública bruta (véase cuadro 6, línea 3). El correspondiente aumento de los compromisos de las Administraciones Públicas es menos significativo en Estados Unidos.

EVALUACIÓN DEL IMPACTO DE LAS REFORMAS DE LAS PENSIONES SOBRE LOS DERECHOS POR PENSIONES EN LOS SISTEMAS PÚBLICOS DE PENSIONES

Los cálculos presentados anteriormente pueden tener importantes implicaciones para las tasas futuras de prestaciones, impuestos y cotizaciones sociales. Las reformas de los sistemas de pensiones de prestación definida gestionados por las Administraciones Públicas están en la agenda de la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro, ya que estos sistemas se ven afectados en mucha mayor medida por los cambios demográficos que los sistemas de pensiones de aportación definida. Un cambio demográfico que reduce el número de cotizantes en relación con los beneficiarios requerirá una reducción de las pensiones medias, si las tasas de cotización han de permanecer constantes. De forma alternativa, para tener pensiones constantes, las tasas de cotización (o los impuestos pagados) habrán de elevarse. Para evitar desequilibrios en la carga para los beneficiarios o para los cotizantes, se suelen considerar distintas estrategias de reforma de las pensiones.

Las reformas pueden consistir en ajustar los sistemas actuales en lo que se refiere al nivel de las pensiones y de las cotizaciones sociales (reformas paramétricas). De forma alternativa, se podrían realizar cambios fundamentales en la estructura de financiación

Cuadro 6 Deuda de las Administraciones Públicas y derechos contingentes por pensiones en la zona del euro y en Estados Unidos

(múltiplos del PIB; a fin de 2007)

Rúbrica	Zona del euro	Estados Unidos
Deuda Maastricht	0,7	0,6¹⁾
<i>Pro memoria:</i>		
Compromisos contingentes por pensiones	3,3	1,1
<i>Sistemas de pensiones de prestación definida gestionados por las Administraciones Públicas para sus asalariados²⁾</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0³⁾</i>
<i>Sistemas de pensiones de seguridad social</i>	<i>2,8</i>	<i>1,1⁴⁾</i>
Deuda incluyendo los compromisos contingentes por pensiones	4,0	1,7

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat), Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo, US Bureau of Economic Analysis y US Federal Reserve Board.

1) Efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones, pasivos de las Administraciones Públicas (consolidados).

2) En la zona del euro, los sistemas de pensiones de prestación definida gestionados por las Administraciones Públicas para sus asalariados son predominantemente sistemas sin constitución de reservas; en Estados Unidos, son predominantemente sistemas con constitución de reservas.

3) En Estados Unidos, no existen prácticamente sistemas de pensiones de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas para sus asalariados.

4) En Estados Unidos, los hogares tienen derechos contingentes por pensiones de seguridad social.

de las pensiones (reformas sistémicas), mediante la creación de un sistema diferente para nuevas cotizaciones o para nuevos cotizantes, al tiempo que se mantendría, en gran medida, el sistema actual para los derechos acumulados. Las simulaciones de política económica basadas en modelos de pensiones son útiles para efectuar una valoración general del impacto de las reformas paramétricas de las pensiones que suponen una modificación de los parámetros y de los datos para los sistemas existentes. En este contexto, pueden identificarse varios factores determinantes de los derechos devengados por pensiones acumulados. Los niveles de las pensiones que se pagan actualmente revisten una gran importancia, debido a que son un factor determinante directo del saldo de los derechos por pensiones. La edad de jubilación es un factor determinante adicional. Otros factores son la indicación de las pensiones, así como las reducciones de las pensiones futuras, como consecuencia de reformas de las pensiones ya aprobadas.

En los últimos años, varios países de la zona del euro han llevado a cabo reformas de las pensiones, que han incluido, entre otras cosas, la elevación gradual de la edad obligatoria de jubilación. Si la edad efectiva de jubilación aumenta en línea con la elevación de la edad obligatoria de jubilación, las prestaciones por pensiones disminuirán, ya que los pensionistas cobrarán pensiones durante menos tiempo. Al mismo tiempo, el pago de cotizaciones para las pensiones durante un período más prolongado incrementará los ingresos de los sistemas de pensiones.

De acuerdo con las simulaciones de política económica referidas a la zona del euro, si se elevara la edad efectiva de jubilación en un año, los derechos por pensiones se reducirían en un 2,7%, y si se elevara en dos años, los derechos se reducirían en un 5,2% (en relación con el escenario de referencia que figura en el cuadro 4). Otro aspecto a considerar al modelizar este aumento de la edad de jubilación es que el resultado de la reforma depende también de las hipótesis de comportamiento de los nuevos beneficiarios respecto a cambios en la edad de jubilación, la penalización de la jubilación anticipada y la legislación sobre, por ejemplo, la concesión de pensiones por discapacidad.

4 PROYECCIONES DEL IMPACTO DEL ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN SOBRE EL GASTO PÚBLICO EN PENSIONES: EL INFORME DE 2009 SOBRE EL ENVEJECIMIENTO DEMOGRÁFICO

En abril de 2009, el Consejo ECOFIN aprobó el Informe de 2009 sobre el Envejecimiento Demográfico para los Estados miembros de la UE-27 (2008-2060), elaborado por la Comisión Europea y el Comité de Política Económica sobre la base de supuestos demográficos y macroeconómicos establecidos de común acuerdo. Tal y como se explica en el recuadro 3, el concepto de compromisos implícitos por pensiones aplicado en el citado informe difiere del concepto de estimación de los derechos devengados por pensiones acumulados según las cuentas nacionales, en la medida en que el informe prevé el gasto público total relacionado con el envejecimiento, incluidas las pensiones, con un horizonte temporal más lejano.

Los dos conceptos están vinculados entre sí: los derechos devengados por pensiones acumulados se determinan ex post, teniendo en cuenta todos los «activos» acumulados por los trabajadores actuales y los demás derechos de los pensionistas. A este respecto, sólo son un subconjunto de compromisos implícitos por pensiones. Además de los derechos devengados por pensiones acumulados, los compromisos implícitos por pensiones incluyen, entre otras cosas, las pensiones a pagar a personas que todavía no se han incorporado al mercado de trabajo, algunas de las cuales aún no han nacido. Desde este punto de vista, los compromisos implícitos por pensiones son un concepto prospectivo basado en un conjunto más amplio de proyecciones¹³.

13 El importe de estos compromisos implícitos puede ser mucho más elevado que el de los derechos devengados por pensiones acumulados. En un estudio empírico realizado con datos del sistema de pensiones de seguridad social de Alemania se calculó que estos compromisos implícitos por pensiones (compromisos brutos por pensiones de sistema abierto) se cifraban en 2006 en el 622% del PIB, y menos de la mitad de los mismos correspondía a compromisos por pensiones acumulados. Las cotizaciones sociales y los impuestos futuros sumaban el 535% del PIB en 2006, dando un saldo contable relativamente bajo, la «brecha de financiación» de aproximadamente el 88% del PIB. Véase C. Müller, B. Raffelhueschen y O. Weddige, «Measuring pension liabilities and the perspective of sustainability: the case of the reformed German statutory pension scheme», Discussion Paper n.º 39, Research Centre for Generational Contracts de la Universidad de Friburgo, septiembre de 2009.

Recuadro 3

DERECHOS DEVENGADOS POR PENSIONES ACUMULADOS Y COMPROMISOS IMPLÍCITOS POR PENSIONES

El concepto de derechos devengados por pensiones acumulados y el de compromisos implícitos por pensiones, según se utilizan en el Informe de 2009 sobre el Envejecimiento Demográfico en los Estados miembros de la UE 27 (2008-2060), están vinculados entre sí. Los derechos contingentes devengados por pensiones acumulados se elaboran sobre la base de un concepto de cuentas nacionales, y se determinan ex post, ya que sólo incluyen los derechos por pensiones devengados por los trabajadores actuales y los demás derechos por pensiones correspondientes a los pensionistas.

Los derechos devengados por pensiones acumulados forman parte de una definición más amplia de compromisos implícitos por pensiones, y constituyen tan sólo una parte de las pensiones que se deberán pagar en el futuro. Según el Informe de 2009 sobre el Envejecimiento Demográfico, se prevé que el gasto público en pensiones en la zona del euro aumente 2,8 puntos porcentuales, hasta casi el 14% del PIB, en el año 2060, suponiendo que las políticas no se modifiquen¹. Estos pagos futuros pueden dividirse en cuatro grupos: (a) cada año deberán pagarse pensiones a personas que ya están jubiladas en este momento. Dada la tasa de mortalidad de los pensionistas, se espera que estos pagos pierdan importancia gradualmente y que desaparezcan cuando fallezca la última persona jubilada en el año en curso; (b) en el futuro deberán pagarse pensiones a personas que trabajan actualmente, en función de los derechos que hayan adquirido hasta el momento actual. El porcentaje de estos pagos se incrementará durante varios años, a medida que las personas que trabajan en la actualidad se vayan jubilando, y luego se reducirá en consonancia con la mortalidad; (c) habrá que pagar pensiones a personas que ya se han incorporado al mercado de trabajo, en función de los derechos que acumulen desde el momento actual hasta su jubilación, y (d) en un futuro lejano habrá que pagar pensiones a personas que todavía no se han incorporado al mercado de trabajo, algunas de las cuales aún no han nacido.

Los derechos devengados por pensiones acumulados, según se calculan en las cuentas nacionales, se corresponden con los grupos (a) y (b) si se toman en consideración los supuestos de modelización necesarios, tales como la tasa de descuento o el crecimiento de los salarios. En cambio, el concepto relevante para evaluar la sostenibilidad se corresponde con los grupos (a) a (d), junto con los correspondientes ingresos públicos. No obstante, los compromisos implícitos por pensiones se pueden determinar también teniendo en cuenta los correspondientes supuestos relacionados con la tasa de descuento y con otros parámetros de los modelos de pensiones.

Por consiguiente, los derechos devengados por pensiones acumulados se basan en una estimación actuarial retrospectiva, aunque para realizar la estimación se necesiten proyecciones sobre la evolución futura de los tipos de interés, de los salarios y de la población. En cambio, los compromisos implícitos por pensiones son un concepto prospectivo basado en un conjunto de proyecciones más amplio, que está previsto utilizar en los nuevos objetivos presupuestarios a medio plazo de la UE. Por motivos de coherencia, es conveniente armonizar los datos empleados en el cálculo de los derechos contingentes devengados por pensiones acumulados y en las previsiones del gasto público en pensiones.

En la práctica, hay casos en que los resultados obtenidos para los derechos devengados por pensiones y para los compromisos implícitos por pensiones parecen apuntar en direcciones diferentes. Es posible que determinados países cuenten con un volumen elevado de derechos contingentes devengados por pensio-

Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales

1 Los resultados del Informe de 2009 sobre el Envejecimiento Demográfico se describen en el recuadro 7 del Boletín Mensual de junio de 2009.

nes acumulados, pero no se prevé que sus compromisos implícitos por pensiones aumenten en el futuro. Estos países disponen de sistemas de pensiones con un mayor grado de madurez, de forma que, con el tiempo, se han acumulado abultados derechos contingentes devengados por pensiones. No obstante, en estos países, el gasto futuro en pensiones no supone ningún problema, como consecuencia de la evolución demográfica y del diseño de los sistemas de pensiones. Por otro lado, también hay países que pueden contar con un menor volumen de derechos contingentes devengados por pensiones acumulados, pero se prevé que sus compromisos implícitos por pensiones se incrementen en el futuro. Este suele ser el caso de los países con un sistema de pensiones nuevo, de forma que los derechos contingentes devengados por pensiones acumulados aún son reducidos. En los años venideros, estos países tendrán compromisos con los futuros pensionistas, que se reflejan en sus compromisos implícitos por pensiones.

5 CONCLUSIONES

Tal y como se describe en este artículo, el SCN 2008 prevé que se proporcionen datos complementarios sobre los derechos devengados por pensiones de los hogares en los sistemas públicos de pensiones, al igual que lo hará el Sistema Europeo de Cuentas, actualmente en proceso de revisión. De acuerdo con este enfoque, el Grupo de Trabajo de la Comisión Europea (Eurostat) y del BCE sobre Pensiones ha iniciado ya los trabajos preparatorios para elaborar estimaciones de estos derechos devengados por pensiones en los sistemas de prestación definida sin constitución de reservas gestionados por las Administraciones Públicas y en los sistemas de seguridad social. A falta de datos procedentes de otras fuentes o agentes informantes, los institutos nacionales de estadística han realizado estas estimaciones en colaboración con otras agencias nacionales, desarrollando una tarea relativamente nueva y compleja que requiere una amplia experiencia en finanzas actuariales.

Los datos obtenidos según la nueva metodología armonizada y acordada a nivel internacional confirman que los derechos contingentes devengados por pensiones acumulados son muy importantes en la zona del euro y que superan, incluso, la cartera de todos los activos financieros o la de los activos no financieros de los hogares. En efecto, representan, en total, aproximadamente el 490% de la renta bruta disponible anual de los hogares (330% del PIB). En términos de compromisos de las Administraciones Públicas, son cerca de cinco veces superiores a la deuda pública. Los resultados concuerdan con los de

estudios anteriores realizados bajo los auspicios del Banco Mundial para un amplio grupo de países, incluidos varios países de la zona del euro, con estimaciones calculadas por los institutos nacionales de estadística de Alemania y Francia.

Cabe destacar que el cálculo de los compromisos por pensiones acumulados de las Administraciones Públicas no permite valorar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello sólo sería posible si se tuviera en cuenta la evolución de la totalidad de las aportaciones futuras a los sistemas de pensiones. No obstante, si los datos sobre los compromisos por pensiones acumulados se registran de forma sistemática durante un período de tiempo prolongado, podrán contribuir a calibrar, entre otras cosas, la medida en que la magnitud de los compromisos por pensiones varía en respuesta a reformas de los sistemas públicos de pensiones, como, por ejemplo, una elevación de la edad obligatoria de jubilación.

Dada la magnitud de la carga fiscal relacionada con el envejecimiento de la población, será necesario que los países logren un equilibrio intergeneracional entre asegurar pensiones adecuadas para el futuro y mantener la carga de la seguridad social de la población activa dentro de límites tolerables. Lo mismo ocurre con otros compromisos de las Administraciones Públicas en materia de sanidad y cuidados de larga duración. El Consejo Europeo de Estocolmo aprobó en 2001 una triple estrategia, cuya aplicación es fundamental y que consiste en: (i) fomentar la consolidación fiscal; (ii) aumentar la productividad y el empleo, y (iii) reformar los sistemas de seguridad social, incluidas las pensiones.

ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



ÍNDICE¹

PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9

2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S14
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM	S21
2.8	Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM	S22
2.9	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S24
2.10	Valores mantenidos por los fondos de inversión según sus emisores	S25

3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

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

4 MERCADOS FINANCIEROS

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

5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

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

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

6	FINANZAS PÚBLICAS	
6.1	Recursos, empleos y déficits/superávits	\$55
6.2	Deuda	\$56
6.3	Variaciones de la deuda	\$57
6.4	Recursos, empleos y déficits/superávits; datos trimestrales	\$58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	\$59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	\$60
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	\$61
7.3	Cuenta financiera	\$63
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	\$69
7.5	Comercio exterior de bienes	\$70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	\$72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	\$73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	\$74
9.2	En Estados Unidos y Japón	\$75
	LISTA DE GRÁFICOS	\$76
	NOTAS TÉCNICAS	\$77
	NOTAS GENERALES	\$83

AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2009 CON LA INCORPORACIÓN DE ESLOVAQUIA

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 y fechas posteriores se refieren a la Euro-16 (la zona del euro, que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (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 comprenden los Estados miembros de la UE que hubieran adoptado el euro en el momento al que hacen referencia las estadísticas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Símbolos utilizados en los cuadros

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



PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución monetaria y tipos de interés ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2), 3)}	M3 ^{2), 3)} Media móvil de 3 meses (centrada)	Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP ²⁾	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM ²⁾	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	.	.	.	-	.	.	1,22	3,76
2009 I	5,3	7,3	6,1	-	4,6	26,1	2,01	3,77
II	8,0	5,5	4,4	-	2,1	27,8	1,31	3,99
III	12,3	4,5	2,8	-	0,4	25,3	0,87	3,64
IV	.	.	.	-	.	.	0,72	3,76
2009 Jul	12,2	4,7	3,0	3,1	0,6	26,9	0,97	3,74
Ago	13,6	4,6	2,6	2,5	0,1	24,0	0,86	3,68
Sep	12,8	3,6	1,8	1,6	-0,3	24,3	0,77	3,64
Oct	11,8	2,3	0,3	0,6	-0,8	23,6	0,74	3,68
Nov	12,6	1,9	-0,2	.	-0,7	19,7	0,72	3,57
Dic	.	.	.	.	.	.	0,71	3,76

2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC ¹⁾	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (porcentajes)	Ocupados	Parados (% de la población activa)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	3,3	6,1	3,4	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 II	0,2	-5,7	4,3	-4,8	-18,6	70,0	-1,8	9,3
III	-0,4	-7,8	3,2	-4,0	-14,5	70,1	-2,1	9,7
IV	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Jul	-0,7	-8,4	-	-	-15,8	69,6	-	9,5
Ago	-0,2	-7,5	-	-	-15,1	-	-	9,6
Sep	-0,3	-7,6	-	-	-12,7	-	-	9,8
Oct	-0,1	-6,6	-	-	-10,9	70,7	-	9,9
Nov	0,5	-4,5	-	-	.	-	-	10,0
Dic	0,9	.	-	-	.	-	-	.

3. Balanza de pagos, activos de reserva y tipos de cambio

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)				Activos de reserva (saldos a fin de período)	Tipos de cambio efectivos del euro: TCE-21 ⁵⁾ (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estadounidense/ euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas	Inversiones de cartera		Nominal	Real (IPC)	
		1						
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	.	.	.	.	.	111,7	110,6	1,3948
2009 I	-36,6	-7,7	-58,8	129,9	395,7	109,9	109,2	1,3029
II	-17,4	12,5	-0,6	98,1	381,5	111,1	110,2	1,3632
III	3,2	13,5	-14,9	96,6	430,9	112,1	110,9	1,4303
IV	.	.	.	.	.	113,8	112,2	1,4779
2009 Jul	10,7	12,6	8,5	-3,0	386,5	111,6	110,5	1,4088
Ago	-2,8	-1,0	2,8	46,1	428,0	111,7	110,6	1,4268
Sep	-4,6	1,9	-26,2	53,5	430,9	112,9	111,6	1,4562
Oct	-3,6	7,5	-1,5	19,2	437,9	114,3	112,8	1,4816
Nov	.	.	.	.	464,2	114,0	112,5	1,4914
Dic	.	.	.	.	.	113,0	111,4	1,4614

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

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

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

	18 diciembre 2009	25 diciembre 2009	1 enero 2010	8 enero 2010
Oro y derechos en oro	238.147	238.147	266.919	266.919
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	192.094	191.909	195.480	196.138
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	33.260	31.708	32.151	31.434
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	15.733	15.696	15.198	16.190
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	722.935	728.584	749.906	724.030
Operaciones principales de financiación	53.574	59.221	79.293	54.652
Operaciones de financiación a plazo más largo	669.288	669.296	669.297	669.303
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	45	40	1.28	46
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	28	27	2	30
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	24.752	25.765	26.281	26.890
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	329.221	329.546	328.652	329.637
Valores mantenidos con fines de política monetaria	27.679	28.504	28.782	29.112
Otros valores	301.542	301.042	299.870	300.526
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.183	36.188	36.161	36.171
Otros activos	250.027	254.921	254.188	252.181
Total activo	1.842.352	1.852.463	1.904.935	1.879.590

2. Pasivo

	18 diciembre 2009	25 diciembre 2009	1 enero 2010	8 enero 2010
Billetes en circulación	797.502	807.191	806.522	796.391
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	389.312	368.683	395.614	387.831
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	252.825	204.594	233.490	160.684
Facilidad de depósito	136.477	164.088	162.117	227.141
Depósitos a plazo	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	10	1	6	6
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	292	330	340	497
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	113.295	133.760	129.749	123.371
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	47.391	46.459	46.759	46.338
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	3.310	3.703	4.032	4.710
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	9.345	9.567	9.616	9.560
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	50.906	50.906	51.249	51.249
Otros pasivos	165.782	166.647	167.840	166.468
Cuentas de revalorización	192.254	192.254	220.212	220.213
Capital y reservas	72.963	72.964	73.001	72.962
Total pasivo	1.842.352	1.852.463	1.904.935	1.879.590

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo ^{3), 4)}

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 ⁵⁾	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2009 16 Sep	87.800	318	87.800	1,00	-	-	-	7
23	85.004	332	85.004	1,00	-	-	-	7
30	66.767	244	66.767	1,00	-	-	-	7
7 Oct	62.620	224	62.620	1,00	-	-	-	7
14	61.565	218	61.565	1,00	-	-	-	7
21	49.803	224	49.803	1,00	-	-	-	7
28	48.660	188	48.660	1,00	-	-	-	7
4 Nov	46.201	170	46.201	1,00	-	-	-	7
11	51.250	160	51.250	1,00	-	-	-	7
18	52.580	177	52.580	1,00	-	-	-	7
25	59.066	168	59.066	1,00	-	-	-	7
2 Dic	58.128	137	58.128	1,00	-	-	-	6
8	55.779	111	55.779	1,00	-	-	-	8
16	52.899	125	52.899	1,00	-	-	-	7
23	58.575	109	58.575	1,00	-	-	-	7
30	78.647	132	78.647	1,00	-	-	-	7
2010 6 Ene	54.023	100	54.023	1,00	-	-	-	7
13	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2009 8 Oct	1.128	8	1.128	1,00	-	-	-	98
8	2.368	22	2.368	1,00	-	-	-	182
14	7.741	19	7.741	1,00	-	-	-	28
29	3.284	25	3.284	1,00	-	-	-	91
11 Nov	2.536	12	2.536	1,00	-	-	-	27
12	10.794	9	10.794	1,00	-	-	-	91
12	782	21	782	1,00	-	-	-	182
26	2.065	19	2.065	1,00	-	-	-	91
8 Dic	2.655	8	2.655	1,00	-	-	-	43
10	2.933	9	2.933	1,00	-	-	-	91
10	1.728	21	1.728	1,00	-	-	-	182
17	2.558	21	2.558	1,00	-	-	-	105
17 ⁶⁾	96.937	224	96.937	.	-	-	-	371

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 ⁵⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 9 Oct	Operaciones temporales	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	6
11 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	1
9 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	1
2009 20 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	1
10 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1
7 Abr	Operaciones temporales	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	1
9 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	1
7 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	1
11 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	1
8 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	1
13 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	1
10 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	1
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	1

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. Para las operaciones desdobladas ejecutadas antes de ese mes, véase el cuadro 2 en la sección 1.3.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían a través de subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades puedan 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.
- 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 la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, que se liquidó el 17 de diciembre de 2009, 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 durante la vida de esta operación.

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: ¹⁾	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%		Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 Jun	18.518,3	10.003,9	818,8	2.432,6	1.207,0	4.056,0
Jul	18.432,9	9.891,2	818,9	2.436,0	1.204,6	4.082,1
Ago	18.319,0	9.817,8	799,7	2.427,1	1.172,3	4.102,1
Sep	18.280,1	9.752,0	786,1	2.453,9	1.206,6	4.081,5
Oct	18.260,1	9.766,9	763,3	2.420,9	1.224,8	4.084,2

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 11 Ago	216,0	216,9	0,9	0,0	1,00
8 Sep	215,9	216,9	1,0	0,0	1,00
13 Oct	213,7	214,7	1,1	0,0	1,00
10 Nov	211,8	212,8	1,0	0,0	1,00
7 Dic	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 19 Ene	210,1	.	.	.	.

3. Liquidez

Periodo de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2009 7 Jul	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1.102,0
11 Ago	433,6	94,1	694,0	0,3	2,8	185,1	22,1	770,8	133,9	-103,9	216,9	1.172,8
8 Sep	427,6	74,8	645,4	0,3	8,4	136,7	18,5	769,1	125,7	-110,4	216,9	1.122,7
13 Oct	421,4	79,1	616,9	0,3	14,3	109,6	12,9	768,8	139,0	-113,1	214,7	1.093,1
10 Nov	413,0	52,3	626,1	0,3	20,1	86,5	12,0	770,7	148,7	-118,9	212,8	1.070,0
7 Dic	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

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (covered bonds) del Eurosistema.

 3) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de swaps de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

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 FMM 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
	1	2	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,1
2009 I	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	490,2	15,7	334,3
II	2.893,4	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	385,4	327,0	2,7	55,7	-	15,0	480,7	16,4	324,4
2009 Jul	2.734,4	1.500,7	17,7	0,7	1.482,4	391,8	327,8	3,0	60,9	-	15,3	483,6	16,5	326,6
Ago	2.723,6	1.451,3	17,6	0,7	1.433,1	400,6	332,1	3,3	65,3	-	15,7	518,4	16,4	321,2
Sep	2.746,8	1.465,9	17,6	0,7	1.447,7	408,4	336,0	3,3	69,2	-	16,1	517,5	16,6	322,2
Oct	2.693,0	1.405,3	17,6	0,7	1.387,1	410,6	333,7	3,6	73,3	-	16,0	529,4	16,6	315,0
Nov ^(p)	2.659,4	1.340,1	17,6	0,7	1.321,9	416,1	334,3	3,7	78,2	-	16,1	555,8	16,6	314,7
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.440,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.890,6	1.197,1	953,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.835,8	18.052,0	967,7	10.771,7	6.312,6	4.630,9	1.244,7	1.406,7	1.979,5	98,7	1.199,5	4.754,3	211,4	2.888,9
2009 I	31.750,6	17.913,7	970,6	10.815,0	6.128,1	4.920,1	1.387,3	1.446,9	2.085,8	104,1	1.185,5	4.545,7	215,0	2.866,5
II	31.815,0	18.050,7	998,2	10.836,2	6.216,3	5.085,8	1.466,2	1.496,1	2.123,5	95,6	1.198,9	4.431,3	215,0	2.737,8
2009 Jul	31.720,2	17.945,9	998,9	10.799,5	6.147,6	5.110,5	1.475,8	1.493,9	2.140,8	95,3	1.204,8	4.390,3	215,8	2.757,5
Ago	31.498,3	17.783,0	1.003,8	10.734,8	6.044,4	5.104,0	1.475,6	1.492,8	2.135,6	94,8	1.213,0	4.343,4	215,9	2.744,3
Sep	31.274,2	17.665,6	994,3	10.770,5	5.900,9	5.115,4	1.504,9	1.491,9	2.118,6	90,6	1.222,0	4.266,6	216,3	2.697,6
Oct	31.207,7	17.649,0	1.014,3	10.724,2	5.910,5	5.102,3	1.517,5	1.490,0	2.094,9	88,7	1.225,2	4.263,5	217,1	2.661,9
Nov ^(p)	31.330,9	17.664,0	1.007,6	10.752,8	5.903,6	5.106,3	1.519,4	1.489,1	2.097,8	88,2	1.239,1	4.243,8	218,1	2.771,6

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ³⁾	Valores distintos de acciones y participaciones	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
	1	2	Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	113,9	282,5
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,8	377,8	329,0
2009 I	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	296,0	307,4
II	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	202,6	364,0
2009 Jul	2.734,4	795,1	1.106,7	128,2	20,2	958,2	-	0,1	286,7	187,1	358,8
Ago	2.723,6	790,0	1.097,0	124,0	21,7	951,3	-	0,1	288,6	177,2	370,8
Sep	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,1
Oct	2.693,0	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,4
Nov ^(p)	2.659,4	798,7	1.037,0	129,3	27,7	880,0	-	0,1	321,4	143,9	358,4
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.440,2	-	15.081,8	126,9	8.867,4	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.835,8	-	16.741,8	190,8	9.689,8	6.861,2	825,1	4.848,3	1.767,2	4.402,7	3.250,6
2009 I	31.750,6	-	16.597,4	216,2	9.772,1	6.609,1	885,2	4.936,1	1.778,2	4.349,8	3.203,7
II	31.815,0	-	16.771,6	227,1	9.917,5	6.626,9	837,5	4.984,9	1.839,8	4.236,9	3.144,2
2009 Jul	31.720,2	-	16.605,9	170,0	9.888,0	6.547,8	853,6	5.008,7	1.854,3	4.198,7	3.199,0
Ago	31.498,3	-	16.444,2	148,9	9.873,2	6.422,2	854,4	5.004,0	1.875,4	4.133,9	3.186,4
Sep	31.274,2	-	16.348,5	156,7	9.903,8	6.287,9	831,4	4.961,6	1.879,4	4.084,9	3.168,5
Oct	31.207,7	-	16.323,4	164,8	9.877,7	6.280,8	823,8	4.928,3	1.883,6	4.093,6	3.155,0
Nov ^(p)	31.330,9	-	16.356,0	174,8	9.900,5	6.280,7	809,7	4.930,9	1.896,4	4.073,3	3.264,6

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) Saldo 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».

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

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante 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 residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		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											
2007	22.316,2	11.117,3	972,3	10.144,9	2.377,3	1.422,2	955,1	882,2	5.274,2	220,9	2.444,3
2008	24.108,0	11.758,6	986,3	10.772,3	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,0	227,1	3.143,3
2009 I	24.152,9	11.804,9	989,3	10.815,6	3.159,5	1.710,1	1.449,4	770,0	5.035,9	230,7	3.151,9
II	24.080,1	11.852,7	1.015,9	10.836,8	3.292,1	1.793,2	1.498,9	780,7	4.911,9	231,3	3.011,3
2009 Jul	24.035,6	11.816,7	1.016,6	10.800,1	3.300,6	1.803,7	1.496,9	777,7	4.873,9	232,3	3.034,5
Ago	23.945,6	11.756,8	1.021,4	10.735,4	3.303,8	1.807,7	1.496,0	774,2	4.861,8	232,4	3.016,6
Sep	23.897,6	11.783,0	1.011,9	10.771,1	3.336,1	1.840,9	1.495,2	790,7	4.784,1	232,9	2.970,8
Oct	23.849,2	11.756,7	1.031,8	10.724,9	3.344,9	1.851,2	1.493,6	792,7	4.793,0	233,6	2.928,3
Nov ^(p)	24.009,5	11.778,6	1.025,2	10.753,4	3.346,4	1.853,7	1.492,7	812,7	4.799,6	234,7	3.037,6
Operaciones											
2007	2.572,2	1.014,5	-9,9	1.024,4	232,2	-46,3	278,5	55,5	806,6	-0,5	464,4
2008	1.598,3	597,9	12,4	585,5	372,5	58,1	314,5	-56,1	-81,6	-2,2	768,9
2009 I	-139,8	7,4	2,0	5,4	178,9	141,9	37,0	-4,3	-274,1	2,1	-49,8
II	-224,3	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,8	6,0	-63,1	0,6	-381,5
III	-156,0	-49,2	-3,9	-45,3	32,6	39,5	-6,9	-6,2	-91,9	1,8	-42,9
2009 Jul	-49,5	-29,5	0,7	-30,2	3,2	6,2	-3,0	-7,0	-39,2	1,2	21,9
Ago	-102,0	-56,9	4,8	-61,7	1,9	3,5	-1,6	-7,1	-22,9	0,1	-17,2
Sep	-4,5	37,2	-9,4	46,6	27,5	29,8	-2,4	7,9	-29,7	0,5	-47,6
Oct	-37,4	-18,6	20,0	-38,6	7,7	11,4	-3,7	3,6	13,5	0,8	-44,3
Nov ^(p)	153,1	25,8	-4,9	30,7	0,8	1,1	-0,3	12,6	5,0	1,0	107,9

2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP y otros sectores residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario ²⁾	Valores distintos de acciones y participaciones ³⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	22.316,2	638,6	150,8	8.886,5	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.033,6	-48,2
2008	24.108,0	722,9	259,6	9.706,5	726,1	2.828,6	1.613,3	4.780,5	3.579,6	-109,5
2009 I	24.152,9	719,9	351,8	9.795,4	780,8	2.801,4	1.645,2	4.645,9	3.511,1	-98,9
II	24.080,1	735,0	352,3	9.941,1	741,7	2.805,9	1.690,0	4.439,5	3.508,2	-133,9
2009 Jul	24.035,6	745,5	298,2	9.908,3	758,0	2.807,1	1.698,6	4.385,8	3.557,8	-123,9
Ago	23.945,6	741,2	272,8	9.894,9	759,3	2.803,2	1.709,6	4.311,1	3.557,1	-104,0
Sep	23.897,6	740,6	295,1	9.926,8	740,5	2.774,0	1.724,7	4.239,0	3.529,6	-73,0
Oct	23.849,2	745,4	317,6	9.903,8	734,9	2.760,3	1.732,4	4.238,5	3.516,4	-100,4
Nov ^(p)	24.009,5	750,1	304,0	9.928,2	721,2	2.755,0	1.775,4	4.217,1	3.623,0	-64,8
Operaciones										
2007	2.572,2	45,8	-13,4	838,7	54,5	269,3	150,2	847,6	450,0	-70,7
2008	1.598,3	83,3	106,1	603,8	29,8	-30,1	142,3	93,3	595,3	-25,6
2009 I	-139,8	-4,3	89,3	32,8	55,8	-37,4	17,6	-212,8	-93,5	12,8
II	-224,3	15,0	0,5	154,1	-20,0	18,1	53,5	-167,7	-240,0	-37,9
III	-156,0	5,7	-45,7	-1,1	-2,4	-15,4	15,0	-122,8	-50,2	60,9
2009 Jul	-49,5	10,5	-54,1	-32,6	16,0	0,4	2,5	-50,7	42,7	15,8
Ago	-102,0	-4,3	-14,0	-10,9	1,1	2,2	5,9	-49,2	-50,1	17,3
Sep	-4,5	-0,5	22,3	42,5	-19,5	-18,0	6,6	-22,8	-42,9	27,7
Oct	-37,4	4,8	22,5	-8,1	-4,8	-11,0	4,9	9,2	-26,8	-28,1
Nov ^(p)	153,1	4,7	-13,6	13,8	-15,5	0,5	21,4	2,7	104,4	34,7

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) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.

3) 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⁾

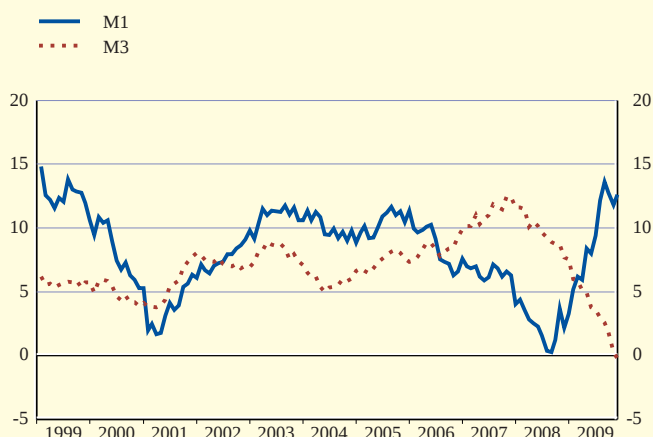
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Agregados monetarios ²⁾ y contrapartidas

	M3					M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro ³⁾
	M2		M3-M2							Préstamos	Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones ⁴⁾	
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2007	3.830,5	3.509,8	7.340,3	1.305,6	8.645,9	-	5.968,3	2.416,4	12.009,7	10.161,9	-	596,0
2008	3.974,2	4.035,5	8.009,7	1.376,8	9.386,5	-	6.294,2	2.562,3	12.989,5	10.788,1	-	423,4
2009 I	4.118,8	3.956,5	8.075,3	1.310,9	9.386,2	-	6.443,4	2.687,5	13.034,1	10.813,5	-	389,9
II	4.236,8	3.894,4	8.131,2	1.275,4	9.406,6	-	6.550,8	2.792,5	13.077,8	10.810,1	-	473,9
2009 Jul	4.332,6	3.846,5	8.179,1	1.249,7	9.428,8	-	6.577,8	2.815,3	13.048,8	10.767,3	-	488,1
Ago	4.399,1	3.822,8	8.221,8	1.214,8	9.436,6	-	6.634,7	2.845,0	13.055,5	10.761,4	-	564,6
Sep	4.402,7	3.784,3	8.187,1	1.228,5	9.415,6	-	6.650,3	2.870,3	13.080,6	10.762,8	-	551,1
Oct	4.484,0	3.730,7	8.214,7	1.184,6	9.399,2	-	6.638,8	2.895,7	13.035,3	10.738,3	-	536,8
Nov ^(p)	4.462,1	3.711,6	8.173,7	1.166,0	9.339,7	-	6.728,4	2.881,9	13.064,2	10.753,5	-	560,8
	Operaciones											
2007	148,7	529,7	678,4	221,4	899,8	-	469,1	-59,6	1.361,7	1.028,2	1.119,6	-42,8
2008	125,3	484,8	610,1	46,5	656,7	-	169,2	70,4	839,3	584,2	746,1	-176,3
2009 I	109,0	-95,6	13,5	-62,1	-48,6	-	115,4	108,8	15,2	-12,6	8,9	-34,3
II	137,7	-71,5	66,1	-18,1	48,0	-	129,5	111,6	64,8	16,8	36,0	106,2
III	167,5	-100,9	66,6	-49,2	17,4	-	99,9	69,7	3,4	-27,0	-23,7	35,4
2009 Jul	95,7	-47,7	48,0	-26,8	21,2	-	20,9	18,6	-27,5	-36,3	-34,7	10,1
Ago	67,3	-22,9	44,4	-35,3	9,1	-	58,7	29,2	5,2	-3,0	2,3	40,3
Sep	4,5	-30,3	-25,8	12,9	-12,9	-	20,3	21,9	25,6	12,3	8,7	-15,0
Oct	81,6	-52,6	29,0	-43,9	-14,9	-	2,9	26,6	-38,1	-16,8	-12,2	-19,3
Nov ^(p)	-21,2	-18,4	-39,6	-19,1	-58,7	-	60,4	-13,4	24,1	17,3	16,0	-1,7
	Tasas de crecimiento											
2007 Dic	4,0	17,9	10,2	20,2	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	-42,8
2008 Dic	3,3	13,7	8,3	3,5	7,5	7,1	2,8	2,9	7,0	5,7	7,2	-176,3
2009 Mar	6,0	6,5	6,2	-1,1	5,1	5,3	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-128,2
Jun	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,5	5,2	10,7	2,9	1,4	2,7	126,0
2009 Jul	12,2	-2,7	4,7	-6,7	3,0	3,1	5,2	10,9	1,9	0,6	1,8	143,8
Ago	13,6	-4,1	4,6	-9,3	2,6	2,5	5,5	11,5	1,1	0,1	1,3	172,7
Sep	12,8	-5,3	3,6	-8,8	1,8	1,6	5,6	13,6	1,0	-0,3	0,9	138,1
Oct	11,8	-7,2	2,3	-11,8	0,3	0,6	6,5	15,2	0,5	-0,8	0,3	62,3
Nov ^(p)	12,6	-8,6	1,9	-12,9	-0,2	.	6,9	13,3	0,4	-0,7	0,1	58,3

CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

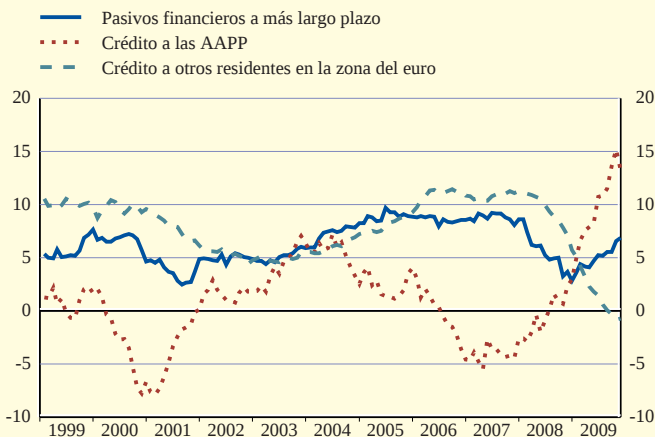


Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento interanual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de 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.

C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

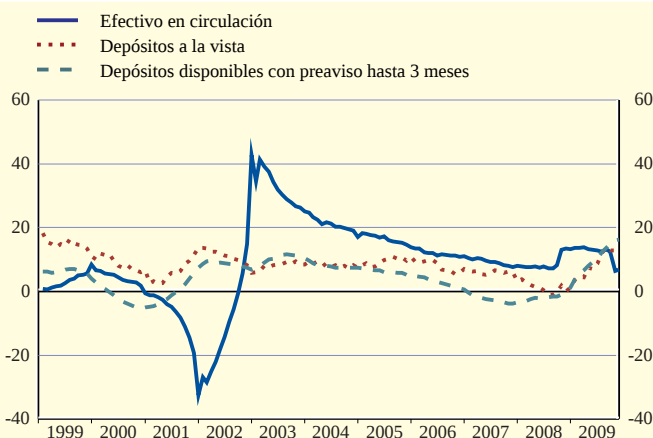
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo superior a 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2007	625,6	3.204,9	1.969,3	1.540,5	307,6	685,9	312,2	2.549,6	119,3	1.812,8	1.486,6
2008	709,9	3.264,3	2.468,5	1.567,0	354,3	755,6	266,8	2.575,5	121,2	1.990,7	1.606,7
2009 I	727,5	3.391,4	2.314,8	1.641,8	340,6	776,0	194,4	2.607,8	124,2	2.071,8	1.639,5
II	734,2	3.502,6	2.199,6	1.694,8	351,3	742,2	182,0	2.607,9	129,4	2.118,4	1.695,1
2009 Jul	733,6	3.599,0	2.125,3	1.721,2	328,9	747,0	173,8	2.618,7	130,9	2.133,9	1.694,3
Ago	742,8	3.656,3	2.080,9	1.741,9	308,2	747,1	159,4	2.636,8	132,2	2.151,3	1.714,3
Sep	747,3	3.655,4	2.025,0	1.759,4	326,9	750,8	150,8	2.622,2	133,5	2.174,9	1.719,7
Oct	745,2	3.738,8	1.946,2	1.784,5	300,6	744,7	139,3	2.613,4	134,9	2.161,1	1.729,5
Nov ^(p)	753,6	3.708,5	1.918,2	1.793,5	310,3	726,6	129,1	2.626,4	134,0	2.188,1	1.779,9
Operaciones											
2007	46,7	102,1	582,2	-52,5	42,1	58,7	120,6	149,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,0	464,8	20,0	48,0	33,3	-34,7	6,2	0,6	20,6	141,8
2009 I	16,2	92,9	-170,0	74,4	-13,8	21,5	-69,7	19,1	2,2	75,5	18,5
II	6,8	130,9	-125,3	53,8	10,9	-15,0	-14,0	15,3	4,5	45,3	64,4
III	13,1	154,4	-165,6	64,7	-24,3	7,4	-32,4	32,0	4,1	58,9	4,8
2009 Jul	-0,6	96,3	-74,2	26,5	-22,4	4,5	-9,0	10,8	1,5	15,5	-6,9
Ago	9,2	58,1	-43,6	20,7	-20,6	-0,2	-14,5	24,2	1,3	18,3	14,9
Sep	4,6	-0,1	-47,8	17,5	18,7	3,0	-8,9	-3,0	1,3	25,2	-3,1
Oct	-2,2	83,8	-77,8	25,1	-26,3	-5,3	-12,3	-5,3	1,5	-0,3	7,0
Nov ^(p)	8,5	-29,6	-27,4	9,0	9,7	-19,9	-8,9	17,6	-0,9	14,9	28,8
Tasas de crecimiento											
2007 Dic	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,1	6,3	9,5	9,7	11,4
2008 Dic	13,3	1,3	23,4	1,3	15,5	4,8	-11,6	0,3	0,5	1,1	9,7
2009 Mar	13,8	4,4	6,6	6,6	8,2	4,1	-26,9	0,7	3,7	4,9	9,1
Jun	12,8	8,7	-6,1	10,3	5,3	2,8	-33,7	0,2	9,3	6,4	12,1
2009 Jul	12,5	12,1	-12,1	12,2	-3,5	3,8	-38,3	-0,1	10,9	7,2	11,2
Ago	13,2	13,7	-15,2	13,6	-7,9	1,9	-41,9	0,5	12,8	7,8	10,7
Sep	12,5	12,8	-17,8	14,9	-2,9	3,1	-47,2	0,7	15,0	9,4	8,4
Oct	6,5	12,9	-21,6	16,2	-11,8	2,7	-50,3	3,4	14,3	9,6	7,3
Nov ^(p)	6,8	13,8	-23,8	16,3	-6,3	-1,0	-53,0	4,1	11,4	10,2	6,9

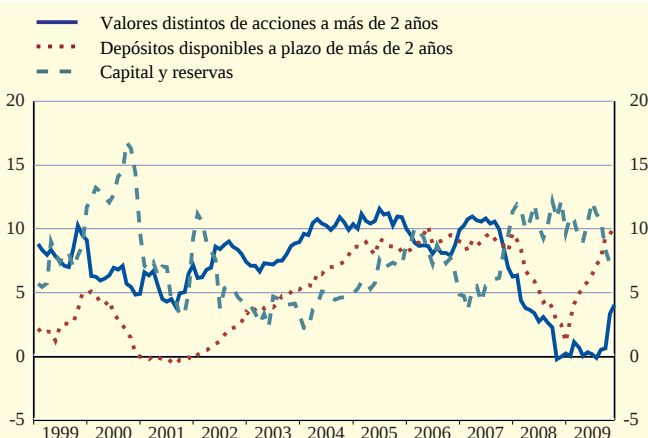
C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

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

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

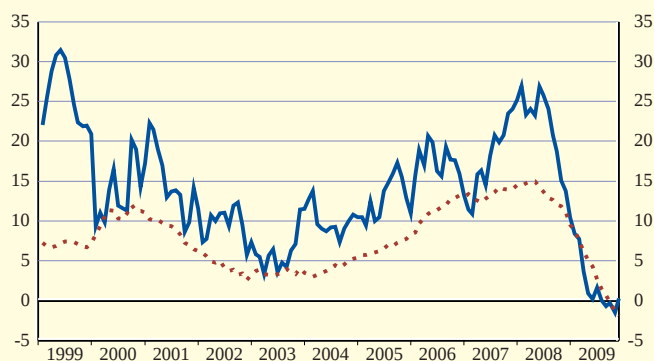
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros ³⁾	Sociedades no financieras				Hogares ⁴⁾			
	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Saldos vivos									
2007	107,5	881,5	4.384,0	1.281,1	860,2	2.242,7	4.788,9	616,5	3.425,2	747,1
2008	103,6	978,8	4.823,1	1.381,2	961,6	2.480,3	4.882,6	630,8	3.487,6	764,3
2009 I	102,5	975,5	4.847,0	1.338,5	981,4	2.527,1	4.888,5	640,7	3.486,3	761,5
II	103,3	1.026,8	4.788,7	1.282,7	974,7	2.531,4	4.891,3	635,6	3.487,5	768,2
2009 Jul	97,5	1.012,8	4.764,7	1.250,8	968,3	2.545,5	4.892,4	632,3	3.493,6	766,5
Ago	94,6	1.000,4	4.766,2	1.251,8	962,7	2.551,6	4.900,2	630,7	3.500,9	768,6
Sep	97,7	1.003,7	4.751,5	1.242,4	955,4	2.553,7	4.909,9	630,5	3.510,0	769,4
Oct	91,9	997,1	4.730,4	1.224,5	948,3	2.557,6	4.918,9	628,3	3.520,3	770,4
Nov ^(p)	88,2	1.008,4	4.721,5	1.211,8	940,6	2.569,0	4.935,5	629,5	3.529,2	776,8
	Operaciones									
2007	16,7	177,2	554,8	145,2	155,9	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,4	88,6	419,3	87,1	120,1	212,2	80,7	10,5	53,0	17,2
2009 I	-4,4	-10,4	10,3	-41,7	13,8	38,2	-8,0	2,2	-8,6	-1,6
II	2,2	51,7	-41,0	-50,6	-1,4	11,0	4,0	-4,7	2,4	6,2
III	-5,6	-20,7	-27,6	-38,1	-15,9	26,5	26,9	1,9	21,2	3,7
2009 Jul	-5,8	-14,7	-21,0	-31,1	-5,1	15,1	5,2	-0,3	6,5	-0,9
Ago	-2,9	-11,5	2,9	2,1	-6,1	6,9	8,5	0,6	5,9	2,0
Sep	3,1	5,5	-9,4	-9,1	-4,8	4,5	13,1	1,6	8,9	2,6
Oct	-5,7	-5,2	-16,0	-18,3	-5,4	7,7	10,1	-1,4	10,0	1,5
Nov ^(p)	-3,7	12,4	-8,2	-11,9	-6,7	10,4	16,9	0,5	8,9	7,4
	Tasas de crecimiento									
2007 Dic	18,2	24,9	14,5	12,7	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 Dic	-4,1	10,1	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 Mar	-6,0	3,8	6,1	-0,5	11,0	8,1	0,4	0,8	0,1	1,3
Jun	-0,2	1,8	2,7	-5,8	7,1	5,9	0,2	-0,8	0,1	1,4
2009 Jul	-4,2	-0,1	1,5	-8,7	5,9	5,6	0,0	-1,0	-0,1	1,3
Ago	-8,5	-0,7	0,7	-9,3	3,7	5,2	-0,2	-1,0	-0,4	1,3
Sep	-6,5	-0,2	-0,2	-10,2	2,2	4,5	-0,3	-1,1	-0,6	1,4
Oct	-11,9	-1,4	-1,2	-11,7	0,9	3,8	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
Nov ^(p)	-13,4	0,3	-1,9	-12,1	-1,2	3,6	0,5	-1,0	0,3	2,5

C5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)

— Otros intermediarios financieros
 Sociedades no financieras



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.

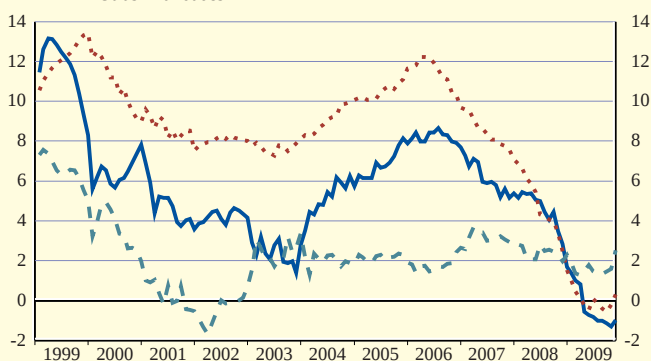
3) Incluidos fondos de inversión.

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

C6 Préstamos a hogares ²⁾

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

2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros ³⁾				Sociedades no financieras			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	92,4	68,6	5,7	18,0	961,2	554,1	169,0	238,0	4.829,4	1.379,1	961,3	2.489,0
2009 I	102,0	75,6	6,2	20,2	991,4	572,3	181,2	237,9	4.842,7	1.335,7	981,9	2.525,1
II	107,4	82,8	7,3	17,2	1.026,2	600,3	184,4	241,5	4.803,3	1.296,6	974,8	2.531,9
2009 Ago	94,5	69,6	7,7	17,2	985,7	554,5	184,0	247,2	4.752,9	1.240,0	962,2	2.550,8
Sep	97,6	73,1	7,7	16,8	1.015,3	579,9	188,8	246,6	4.740,6	1.236,0	954,7	2.549,9
Oct	93,7	68,4	7,9	17,5	987,9	564,5	176,0	247,5	4.720,2	1.218,0	948,9	2.553,2
Nov ^(p)	89,3	64,5	7,6	17,1	1.005,5	586,7	173,0	245,9	4.718,1	1.213,1	940,8	2.564,2
Operaciones												
2008	-4,0	-3,1	-1,8	0,9	89,5	26,9	20,3	42,4	420,0	86,8	120,1	213,0
2009 I	6,2	5,6	0,6	0,1	23,2	13,5	12,2	-2,5	-0,4	-42,4	14,5	27,6
II	6,8	7,3	1,1	-1,6	35,2	30,0	1,9	3,3	-22,1	-33,9	-1,7	13,5
III	-9,7	-9,7	0,3	-0,4	-8,5	-18,2	4,0	5,7	-53,0	-58,4	-16,7	22,1
2009 Ago	-5,9	-6,6	0,5	0,2	-24,0	-22,3	-3,4	1,7	-31,5	-23,9	-9,9	2,2
Sep	3,2	3,6	0,0	-0,4	31,8	26,7	5,3	-0,2	-7,1	-3,7	-4,9	1,5
Oct	-3,8	-4,7	0,2	0,7	-25,9	-20,1	-6,7	0,9	-15,2	-18,4	-4,1	7,2
Nov ^(p)	-4,5	-3,8	-0,2	-0,4	18,7	22,9	-2,9	-1,4	-1,4	-4,3	-7,1	10,0
Tasas de crecimiento												
2008 Dic	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,4	5,3	13,7	22,0	9,5	6,8	13,9	9,4
2009 Mar	-5,6	-7,7	-18,0	10,3	3,7	-4,7	19,4	17,2	6,2	-0,5	11,0	8,1
Jun	0,2	0,7	-3,7	0,6	1,7	-4,4	13,2	11,0	2,7	-5,8	7,2	5,9
2009 Ago	-8,5	-11,6	17,1	-3,2	-0,7	-6,8	10,2	7,4	0,7	-9,3	3,7	5,2
Sep	-6,2	-8,2	21,5	-6,4	-0,3	-5,7	10,6	6,5	-0,2	-10,2	2,2	4,5
Oct	-12,0	-17,3	38,1	-2,3	-1,5	-8,2	8,4	9,6	-1,2	-11,7	0,9	3,8
Nov ^(p)	-13,6	-18,2	37,5	-8,5	0,3	-3,6	3,8	8,2	-1,9	-12,1	-1,2	3,5

3. Préstamos a hogares ⁴⁾

	Total	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Saldos vivos												
2008	4.888,7	633,1	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	765,3	155,0	90,5	519,7
2009 I	4.878,9	637,7	136,2	199,8	301,6	3.480,9	16,3	65,6	3.399,0	760,3	150,7	88,7	520,9
II	4.899,2	639,1	136,6	198,6	303,9	3.487,4	15,8	64,1	3.407,5	772,8	154,4	88,3	530,1
2009 Ago	4.901,7	631,2	133,6	196,6	301,0	3.503,0	15,7	64,1	3.423,2	767,4	146,3	88,1	533,1
Sep	4.917,0	632,0	134,5	195,9	301,7	3.515,3	15,7	64,3	3.435,3	769,7	149,1	88,0	532,6
Oct	4.922,3	630,3	133,1	195,3	301,8	3.522,9	15,6	64,2	3.443,1	769,2	146,6	87,7	534,8
Nov ^(p)	4.939,9	628,9	132,8	194,7	301,4	3.531,6	15,5	64,3	3.451,8	779,4	151,7	87,5	540,2
	Operaciones												
2008	80,0	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,4	1,1	-3,8	55,1	17,2	2,5	-5,3	20,1
2009 I	-23,7	-3,0	-2,6	-2,2	1,7	-16,8	-0,9	-3,3	-12,5	-3,9	-4,2	-1,5	1,9
II	21,6	1,8	0,7	-0,9	2,0	7,7	-0,8	-1,5	10,0	12,1	4,0	-0,1	8,1
III	26,1	0,0	-1,4	-0,1	1,4	26,8	0,0	0,2	26,5	-0,7	-5,0	-0,1	4,5
2009 Ago	-0,3	-2,6	-0,9	-1,6	-0,1	2,2	-0,1	0,0	2,3	0,1	-0,9	-0,5	1,5
Sep	18,7	2,6	1,2	0,8	0,6	12,1	0,0	0,1	11,9	4,0	3,0	0,0	1,0
Oct	6,4	-0,9	-1,2	-0,3	0,5	7,3	-0,1	-0,3	7,7	0,0	-2,4	-0,1	2,5
Nov ^(p)	17,9	-2,1	-0,1	-0,5	-1,5	8,7	-0,1	0,1	8,7	11,2	5,0	-0,2	6,4
	Tasas de crecimiento												
2008 Dic	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 Mar	0,4	0,8	0,0	-4,5	5,0	0,1	1,0	-9,0	0,3	1,3	-0,2	-7,2	3,5
Jun	0,2	-0,8	-1,8	-5,5	3,0	0,1	-2,4	-11,2	0,3	1,5	-1,7	-5,7	3,8
2009 Ago	-0,2	-1,0	-1,9	-5,4	2,5	-0,4	-3,2	-11,0	-0,1	1,3	-2,9	-4,4	3,7
Sep	-0,3	-1,1	-2,5	-4,4	1,7	-0,5	-8,5	-9,7	-0,3	1,5	-2,8	-3,8	3,7
Oct	-0,1	-1,3	-3,2	-4,0	1,4	-0,2	-9,6	-9,3	0,0	1,6	-2,8	-3,5	3,8
Nov ^(p)	0,5	-1,0	-1,3	-3,8	1,1	0,3	-9,7	-8,1	0,5	2,5	-2,0	-2,6	4,8

Fuente: BCE.

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

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

3) Incluidos fondos de inversión.

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

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

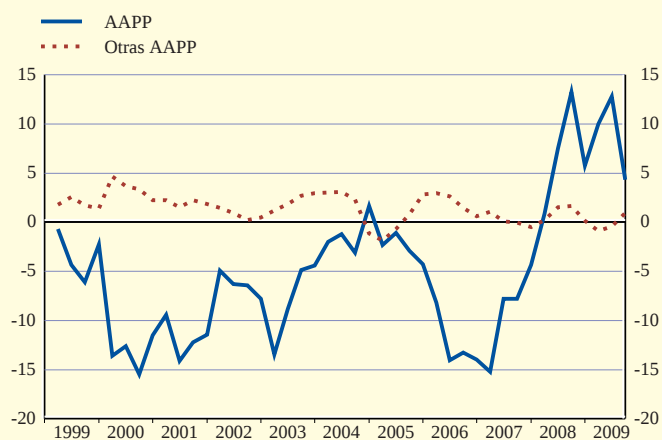
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008 IV	967,7	227,0	210,1	508,4	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 I	970,6	232,8	205,6	511,2	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
II	998,2	249,2	206,5	513,9	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
III ^(p)	994,3	235,5	209,7	518,2	30,7	2.807,7	1.893,6	914,2	48,6	865,6
Operaciones										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,7	381,4	159,3	0,3	159,0
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2008 IV	-9,5	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-257,6	-182,6	-75,0	-0,7	-74,3
2009 I	2,0	5,4	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
II	28,1	16,9	0,9	2,7	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
III ^(p)	-3,7	-13,6	3,2	4,3	2,1	-74,8	-69,8	-4,9	1,5	-6,4
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	23,9	17,2	-0,1	18,8
2007 Dic	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008 Dic	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 I	1,5	10,0	-3,6	3,5	-43,5	-14,3	-16,7	-8,7	-3,6	-9,0
Jun	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,6	-7,5
Sep ^(p)	1,7	4,3	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,3	0,2	-9,9

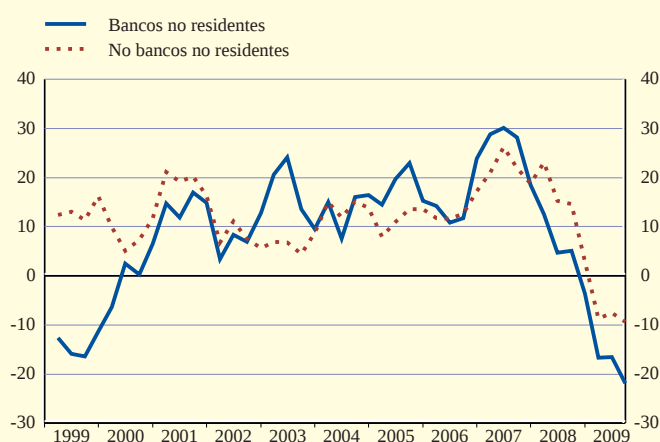
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



C8 Préstamos a no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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

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

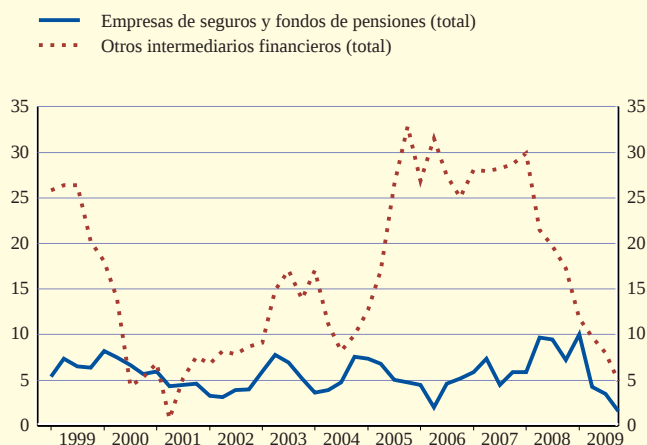
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros ³⁾						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos														
2007	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.465,0	311,8	345,5	648,1	12,2	0,3	147,1
2008	760,9	83,7	114,1	537,5	1,1	1,5	23,1	1.802,3	320,2	419,8	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 I	760,8	91,5	98,3	545,7	2,3	1,5	21,4	1.839,9	335,4	350,2	905,0	14,4	0,0	234,7
II	749,4	85,1	91,4	550,6	1,7	1,5	19,0	1.896,8	337,2	342,6	947,8	14,1	0,0	255,0
2009 Jul	748,0	85,8	91,3	550,7	1,8	1,5	16,9	1.858,8	316,8	345,6	950,3	14,6	0,0	231,4
Ago	748,0	86,8	87,9	551,2	1,8	1,5	18,7	1.840,8	305,3	349,8	945,5	14,5	0,1	225,5
Sep	742,8	83,1	86,7	550,5	1,9	1,4	19,2	1.865,0	314,5	333,9	948,7	14,4	0,2	253,3
Oct	745,2	85,6	90,0	548,0	2,0	1,4	18,3	1.820,7	320,6	324,3	926,0	15,8	0,1	233,9
Nov ^(p)	736,5	84,6	82,0	545,7	2,0	1,4	20,8	1.849,6	324,9	331,5	939,2	16,1	0,0	237,8
Operaciones														
2007	38,5	0,8	10,4	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	338,9	33,9	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	172,4	4,5	71,0	46,6	-0,3	-0,3	51,0
2009 I	-5,0	5,4	-17,2	8,0	0,5	0,0	-1,7	33,8	11,6	-68,3	50,7	2,1	0,0	37,7
II	-11,3	-6,3	-6,9	4,9	-0,5	0,0	-2,4	61,0	19,5	-20,0	41,4	-0,2	0,0	20,4
III	-6,3	-1,9	-4,5	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-22,3	-22,8	-1,5	3,2	0,4	0,1	-1,7
2009 Jul	-1,3	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,0	-2,1	-37,9	-20,3	3,1	2,5	0,5	0,0	-23,6
Ago	0,1	1,0	-3,3	0,5	0,0	0,0	1,8	-16,5	-11,2	4,6	-4,1	-0,1	0,1	-5,9
Sep	-5,0	-3,6	-1,1	-0,7	0,0	-0,1	0,5	32,1	8,8	-9,2	4,7	0,0	0,0	27,8
Oct	2,5	2,5	3,3	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-30,4	6,4	-9,3	-9,4	1,4	0,0	-19,4
Nov ^(p)	-8,9	-0,9	-8,1	-2,4	0,0	0,0	2,4	17,5	4,5	7,6	1,2	0,3	-0,1	3,9
Tasas de crecimiento														
2007 Dic	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Dic	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,7	7,2	-2,5	-	34,6
2009 Mar	4,3	8,8	13,6	2,4	-3,4	-	-2,2	9,7	-1,3	-2,4	13,6	6,3	-	39,4
Jun	3,5	12,6	5,2	2,4	-13,3	-	-4,0	8,0	3,7	-14,5	13,2	15,4	-	39,9
2009 Jul	3,4	19,7	2,5	2,2	-3,3	-	-15,9	5,7	9,2	-21,9	13,5	1,7	-	30,3
Ago	4,1	27,1	0,2	2,3	3,7	-	-4,3	4,4	10,7	-24,2	13,5	11,5	-	23,0
Sep	1,6	7,8	-5,4	2,3	7,6	-	-5,9	4,9	1,7	-25,3	15,7	24,0	-	36,3
Oct	1,0	1,1	-1,1	1,9	16,2	-	-12,7	2,0	0,9	-26,6	13,7	32,9	-	20,4
Nov ^(p)	-0,8	-1,6	-14,7	1,6	31,1	-	5,6	3,9	7,5	-24,8	13,3	37,9	-	23,0

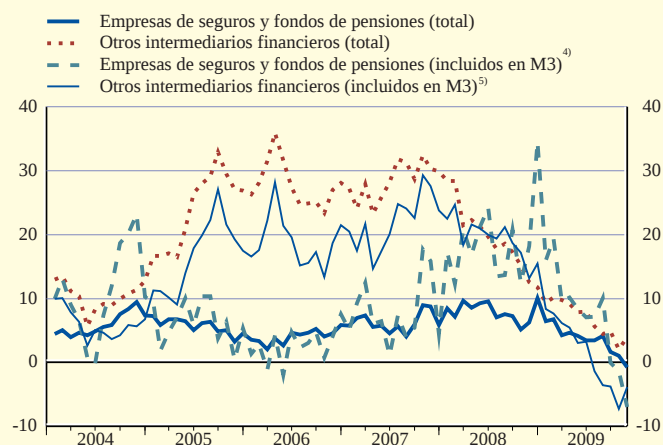
C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C10 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye fondos de pensiones.

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)

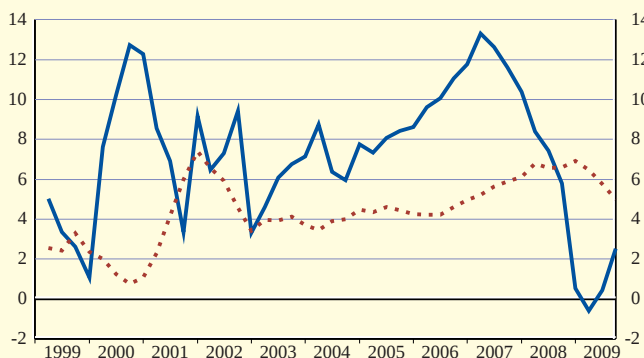
2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	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	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses				Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Saldos vivos													
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.504,4	884,4	502,7	64,4	27,9	1,3	23,7	5.368,6	1.813,3	1.350,0	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 I	1.477,2	873,3	476,1	70,7	38,0	1,3	17,9	5.446,6	1.899,2	1.281,2	524,4	1.565,5	114,9	61,4
II	1.516,9	916,1	459,4	71,9	48,4	1,5	19,6	5.505,7	2.010,8	1.185,5	536,2	1.604,1	118,2	50,9
2009 Jul	1.517,6	912,5	458,8	74,0	52,4	1,5	18,4	5.515,7	2.028,7	1.154,2	544,5	1.618,0	119,4	50,9
Ago	1.528,7	928,1	451,9	76,1	54,7	1,5	16,5	5.507,5	2.032,0	1.121,9	552,7	1.632,7	120,1	48,1
Sep	1.549,4	950,6	445,0	78,0	57,0	1,5	17,4	5.501,1	2.052,9	1.084,8	561,1	1.637,7	121,4	43,2
Oct	1.558,6	962,2	442,6	78,6	58,5	1,5	15,1	5.513,7	2.085,0	1.040,7	573,6	1.650,8	123,8	39,9
Nov ⁽⁴⁾	1.562,3	970,1	435,2	80,2	59,6	1,6	15,7	5.511,7	2.098,9	1.010,8	584,3	1.654,4	124,7	38,5
	Operaciones													
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	7,8	-5,0	13,3	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	335,5	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 I	-37,3	-16,5	-30,7	5,0	10,7	0,0	-5,8	41,5	64,7	-80,4	4,0	75,1	0,5	-22,2
II	43,4	45,5	-15,6	1,3	10,4	0,1	1,7	59,8	110,9	-94,4	11,8	39,3	2,7	-10,6
III	35,0	35,8	-13,4	6,2	8,6	0,0	-2,2	-3,6	42,4	-100,0	24,9	33,7	3,1	-7,7
2009 Jul	0,8	-3,6	-0,6	2,2	4,0	0,0	-1,2	10,1	17,8	-31,2	8,3	14,0	1,1	0,0
Ago	11,8	15,9	-6,6	2,1	2,3	0,0	-1,9	-8,0	3,4	-32,2	8,2	14,7	0,8	-2,8
Sep	22,3	23,4	-6,2	1,9	2,3	0,0	0,9	-5,6	21,2	-36,5	8,4	5,0	1,3	-5,0
Oct	9,9	12,1	-2,1	0,6	1,4	0,0	-2,2	13,5	32,1	-43,7	12,8	13,1	2,5	-3,3
Nov ⁽⁴⁾	4,3	8,2	-7,2	1,6	1,1	0,0	0,6	-1,9	14,1	-29,9	10,8	3,7	0,9	-1,4
	Tasas de crecimiento													
2007 Dic	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Dic	0,5	-0,6	2,8	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 Mar	-0,6	1,2	-6,2	13,2	31,2	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,1	-4,6	6,6	4,7	-35,8
Jun	0,4	4,6	-11,4	12,1	76,5	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,6	0,0	9,6	10,5	-48,4
2009 Jul	1,5	7,1	-13,1	12,9	102,7	5,4	-20,0	5,5	13,3	-6,8	2,3	11,3	12,1	-52,5
Ago	2,3	9,6	-15,1	16,2	114,4	5,1	-28,8	5,2	15,1	-11,5	4,0	12,3	14,0	-56,5
Sep	2,5	8,3	-14,0	20,2	126,2	8,4	-30,8	5,0	15,9	-15,4	6,4	13,3	16,3	-60,1
Oct	3,6	11,9	-15,4	18,5	137,1	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,1	10,6	14,3	15,4	-60,6
Nov ⁽⁴⁾	4,0	11,5	-15,3	21,4	131,9	19,4	-37,1	3,5	16,8	-25,5	13,5	14,3	12,2	-59,5

C11 Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

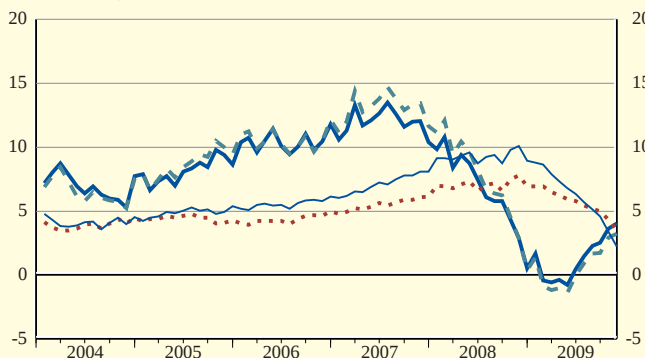
4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

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

C12 Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)

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



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

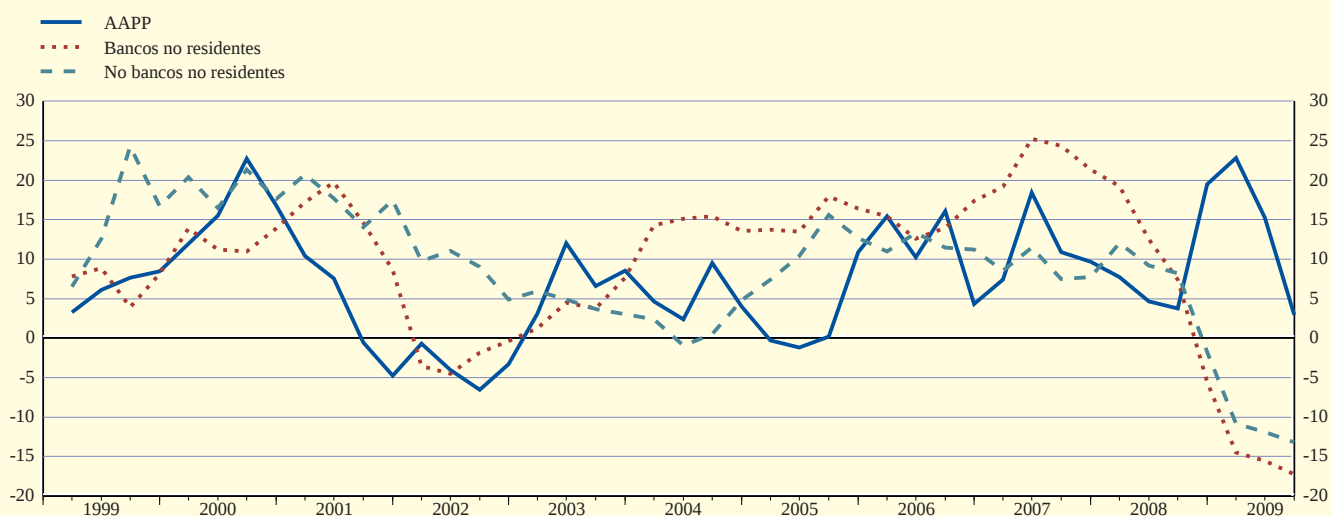
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008 IV	444,4	190,8	52,3	115,5	85,8	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 I	463,8	216,2	50,6	114,0	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
II	476,0	227,1	48,9	118,5	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
III ^(p)	402,3	156,7	51,2	122,6	71,7	3.422,7	2.569,7	853,2	62,5	790,8
Operaciones										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-185,1	-167,0	-18,0	-36,9	18,9
2008 IV	46,2	50,8	-9,2	3,0	1,5	-427,8	-332,1	-95,8	-35,3	-60,4
2009 I	15,6	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
II	11,7	10,9	-1,6	4,4	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
III ^(p)	-62,2	-58,9	2,3	4,2	-9,8	-78,7	-66,5	-12,0	-1,2	-10,8
Tasas de crecimiento										
2006 Dic	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 Dic	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008 Dic	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,7	-5,6	-1,8	-25,6	2,6
2009 Mar	22,8	52,6	2,2	5,7	6,5	-13,6	-14,5	-10,9	-24,1	-8,8
Jun	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
Sep ^(p)	2,9	18,6	-16,6	8,3	-15,6	-16,3	-17,2	-13,2	-28,2	-10,7

C13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

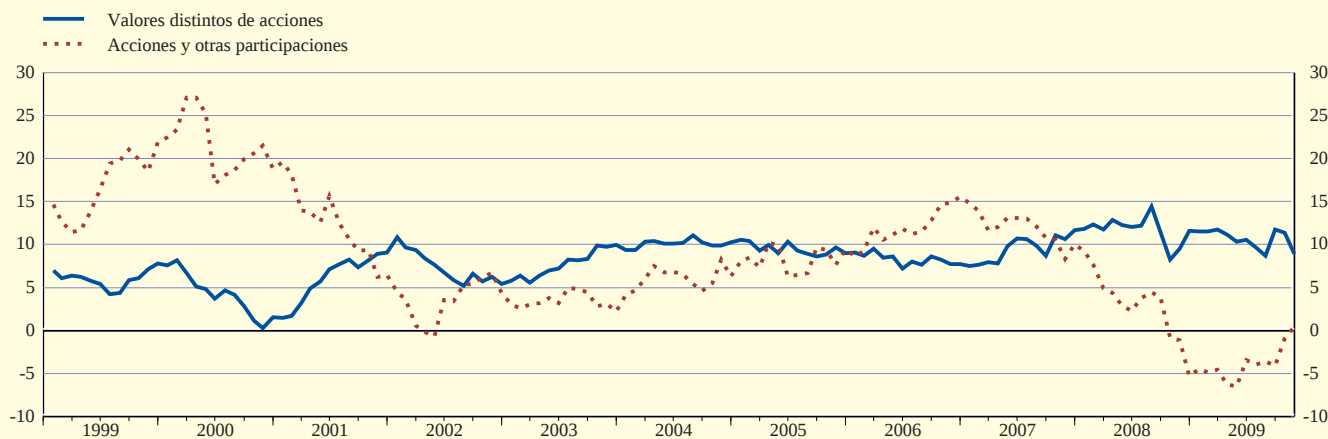
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

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

	Valores distintos de acciones								Acciones y otras participaciones			
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	5.125,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	919,9	33,3	1.234,7	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,1	92,4	1.225,4	19,3	1.355,5	51,2	1.227,5	1.476,9	423,2	776,3	277,4
2009 I	6.135,8	1.982,3	103,5	1.366,7	20,6	1.396,3	50,6	1.215,7	1.456,8	424,6	760,9	271,3
II	6.289,9	2.016,8	106,7	1.445,8	20,4	1.448,4	47,7	1.204,1	1.475,0	428,3	770,6	276,1
2009 Jul	6.302,5	2.033,1	107,7	1.456,7	19,2	1.445,4	48,5	1.192,0	1.486,6	437,6	767,2	281,8
Ago	6.305,1	2.030,2	105,4	1.457,7	17,9	1.445,5	47,3	1.201,1	1.496,0	449,5	763,5	283,1
Sep	6.295,6	2.015,6	103,0	1.486,8	18,1	1.445,8	46,1	1.180,1	1.498,5	442,5	779,5	276,5
Oct	6.271,4	1.992,0	102,8	1.500,2	17,3	1.447,6	42,4	1.169,1	1.502,2	443,6	781,6	277,1
Nov ^(p)	6.255,8	1.994,8	103,0	1.503,6	15,7	1.447,4	41,6	1.149,6	1.515,1	437,6	801,4	276,0
Operaciones												
2007	543,7	136,0	18,1	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	597,1	212,4	5,9	36,5	1,9	295,0	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009 I	252,0	95,1	8,4	133,8	0,4	39,7	-2,8	-22,6	-4,7	3,2	-4,4	-3,4
II	176,6	34,6	4,1	83,7	0,5	56,2	-1,6	-0,9	16,6	7,2	5,7	3,6
III	19,6	-4,2	-0,3	34,4	-1,8	-7,0	-0,4	-1,1	7,8	15,7	-6,3	-1,6
2009 Jul	14,1	18,5	1,0	7,9	-1,3	-3,8	0,5	-8,9	4,6	6,8	-7,0	4,8
Ago	7,4	-4,6	-1,2	0,6	-1,1	-1,1	-0,7	15,6	3,6	10,1	-7,1	0,6
Sep	-1,8	-18,1	-0,1	25,9	0,6	-2,1	-0,2	-7,8	-0,5	-1,2	7,8	-7,0
Oct	-22,7	-22,2	0,1	13,7	-0,7	-0,6	-3,5	-9,6	6,7	2,1	3,5	1,1
Nov ^(p)	-9,5	-0,1	1,4	2,3	-1,6	-0,1	-0,3	-11,1	14,0	2,4	12,5	-0,9
Tasas de crecimiento												
2007 Dic	11,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Dic	11,6	12,7	8,1	3,1	9,9	32,2	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 Mar	11,7	14,4	10,4	12,5	16,1	30,2	2,8	-5,4	-4,5	0,5	-6,6	-6,4
Jun	10,6	11,9	1,4	18,0	19,8	24,9	-5,8	-7,7	-3,4	0,7	-5,5	-4,0
2009 Jul	9,7	11,8	-1,8	18,2	13,5	22,7	-5,5	-9,4	-4,0	2,0	-8,6	0,5
Ago	8,7	10,7	-2,0	18,3	13,8	19,6	-7,1	-9,4	-3,6	5,6	-9,4	-0,2
Sep	11,8	11,3	4,1	24,3	15,5	22,0	-5,1	-5,8	-4,2	4,2	-8,9	-2,6
Oct	11,4	8,5	5,7	26,8	-0,2	17,5	-9,5	-2,5	-0,9	7,9	-5,0	-2,3
Nov ^(p)	8,9	5,8	10,9	23,1	-3,8	13,4	-9,4	-3,4	0,4	9,0	-2,8	-3,4

C14 Detalle de los valores en poder de las IFM ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM ^{1), 2)}

(mm de euros)

1. Saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares ³⁾

	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009 I	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,3	-0,7	-0,2	-1,3
II	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-0,1	-0,2	-0,9
III	-1,6	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
2009 Jul	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Ago	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
Sep	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
Oct	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2
Nov ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,3

2. Saneamiento total o parcial de los préstamos a sociedades no financieras y a no residentes en la zona del euro

	Sociedades no financieras				No residentes en la zona del euro		
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	Más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009 I	-7,2	-3,5	-1,7	-2,1	-2,7	-1,3	-1,3
II	-5,9	-1,7	-2,4	-1,8	-1,1	-0,3	-0,8
III	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
2009 Jul	-2,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2
Ago	-1,4	-0,7	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Sep	-3,1	-0,8	-0,8	-1,5	-0,5	-0,2	-0,3
Oct	-3,4	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	-0,1	-0,3
Nov ^(p)	-1,4	-0,2	-0,5	-0,6	-0,2	0,1	-0,2

3. Revaloración de los valores mantenidos por las IFM

	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
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009 I	-14,1	-0,3	-0,1	-3,2	0,0	-2,9	0,4	-8,1	-16,0	-3,5	-11,5	-1,0
II	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,7	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
III	17,3	4,6	0,1	3,6	0,0	3,4	0,2	5,3	15,9	4,8	9,2	1,9
2009 Jul	8,2	1,9	0,1	2,9	0,0	0,5	0,2	2,5	7,0	2,5	3,6	0,9
Ago	4,9	1,5	0,0	0,4	0,0	1,1	0,0	1,9	5,8	1,8	3,3	0,7
Sep	4,2	1,2	0,0	0,2	0,0	1,8	0,0	1,0	3,1	0,4	2,2	0,4
Oct	2,3	1,5	0,0	-0,3	0,0	0,4	0,0	0,7	-3,2	-1,0	-1,7	-0,5
Nov ^(p)	2,3	1,0	0,0	1,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-0,8	-0,2	-0,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

1. Depósitos

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ³⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				Total							
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	De residentes en la zona del euro													
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.994,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 IV	6.861,2	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.880,6	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I	6.609,1	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.988,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
II	6.626,9	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.144,7	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
III ^(p)	6.287,9	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.060,5	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
	De no residentes en la zona del euro													
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.953,9	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	908,2	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 IV	2.816,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,0	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 I	2.786,7	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,0	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
II	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,9	51,9	48,1	32,5	1,8	1,8	7,8
III ^(p)	2.569,7	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	853,2	54,3	45,7	30,5	1,4	1,6	7,7

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total				
				USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 IV	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 I	5.197,9	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
II	5.225,0	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
III ^(p)	5.202,2	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3

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 no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

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

3. Préstamos

	IFM							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					
			Total						Total					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	A residentes en la zona del euro													
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 IV	6.312,6	-	-	-	-	-	-	11.739,4	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4
2009 I	6.128,1	-	-	-	-	-	-	11.785,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5
II	6.216,3	-	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5
III ^(p)	5.900,9	-	-	-	-	-	-	11.764,8	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
	A no residentes en la zona del euro													
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.344,5	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	955,7	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 IV	2.282,0	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,8	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 I	2.101,0	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,1	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
II	1.999,7	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,6	40,2	59,8	42,6	1,1	3,9	7,6
III ^(p)	1.893,6	45,4	54,6	29,9	2,7	3,1	12,6	914,2	40,5	59,5	41,7	1,5	3,8	7,6

4. Valores distintos de acciones

	IFM ³⁾							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro					Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total							Total				
			USD	JPY	CHF	GBP	USD			JPY	CHF	GBP		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emitidos por residentes en la zona del euro													
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.150,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 IV	1.979,5	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,4	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 I	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,3	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
II	2.123,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.962,4	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
III ^(p)	2.118,6	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.996,9	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
	Emitidos por no residentes en la zona del euro													
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,3	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 IV	580,7	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,8	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 I	597,9	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,9	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
II	571,0	55,3	44,7	24,6	1,7	1,4	14,6	633,1	33,5	66,5	41,4	4,0	0,9	15,0
III ^(p)	562,1	56,2	43,8	25,3	0,6	0,5	14,7	618,0	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1

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 no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes en la zona del euro.

4) Incluye los conceptos expresados en las denominaciones nacionales del euro.

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

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones durante 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							
2009 Abr	4.482,1	403,5	1.737,2	1.190,5	611,9	193,4	345,6
May	4.596,4	414,7	1.773,4	1.240,1	620,1	194,1	354,1
Jun	4.710,0	378,1	1.872,8	1.251,5	627,6	200,7	379,2
Jul	4.987,0	370,8	1.937,6	1.441,3	655,6	201,7	379,9
Ago	5.088,1	374,5	1.968,7	1.495,8	662,4	202,0	384,7
Sep	5.150,4	347,6	1.997,8	1.542,8	681,1	197,3	383,8
Oct ^(p)	5.131,9	346,4	2.017,8	1.507,3	681,0	198,5	380,9
Operaciones							
2009 I	-76,2	-23,1	-0,2	-9,1	-5,3	2,8	-41,4
II	106,7	-0,7	99,8	19,5	2,2	9,7	-23,8
III	163,3	-10,1	68,7	109,0	10,3	-3,1	-11,5

2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
							Fondos de inversión
	1	2	3	4	5	6	7
	Saldos vivos						
2009 Abr	4.482,1	104,4	4.085,0	3.343,1	426,8	742,0	292,5
May	4.596,4	105,9	4.195,0	3.427,3	437,1	767,7	295,5
Jun	4.710,0	98,6	4.276,9	3.494,6	457,2	782,3	334,4
Jul	4.987,0	103,1	4.528,2	3.701,7	483,3	826,4	355,6
Ago	5.088,1	106,1	4.633,0	3.784,3	493,3	848,7	348,9
Sep	5.150,4	96,4	4.729,4	3.860,0	514,0	869,5	324,6
Oct ^(p)	5.131,9	95,7	4.717,6	3.848,0	518,3	869,6	318,7
	Operaciones						
2009 I	-76,2	-15,7	-22,8	-13,9	24,1	-8,8	-37,7
II	106,7	0,3	93,0	74,7	20,8	18,3	13,5
III	163,3	0,7	179,5	86,5	17,6	93,0	-16,8

3. Participaciones en fondos de inversión según la política de inversión y el tipo de fondo

	Total	Fondos según su política de inversión						Fondos según el tipo de fondo de inversión		Pro memoria: Fondos del mercado monetario
	1	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	10
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Saldos vivos										
2009 Mar	3.904,8	1.265,9	909,8	1.071,2	214,9	78,2	364,9	3.839,4	65,5	1.307,6
Abr	4.085,0	1.294,2	1.015,6	1.101,1	218,5	81,7	373,8	4.018,2	66,8	1.315,6
May	4.195,0	1.348,1	1.078,9	1.087,4	221,1	79,2	380,3	4.128,2	66,7	1.295,4
Jun	4.276,9	1.425,5	1.077,6	1.093,0	221,0	79,2	380,6	4.209,3	67,6	1.269,1
Jul	4.528,2	1.485,2	1.242,1	1.111,6	222,9	78,1	388,3	4.462,9	65,2	1.285,4
Ago	4.633,0	1.510,2	1.290,7	1.139,9	225,5	78,1	388,6	4.567,9	65,1	1.285,2
Sep	4.729,4	1.531,0	1.344,7	1.165,0	219,3	77,3	392,1	4.664,0	65,4	1.253,0
Oct ^(p)	4.717,6	1.545,0	1.315,8	1.175,9	224,1	75,7	381,0	4.652,2	65,3	1.246,2
Operaciones										
2009 Abr	4,8	6,4	6,7	-0,3	1,4	-3,3	-6,1	3,5	1,3	5,1
May	18,3	12,1	12,4	-2,9	1,0	-3,1	-1,3	18,4	-0,1	-1,6
Jun	69,9	60,8	2,3	-13,8	7,7	7,4	5,5	69,5	0,3	-28,2
Jul	128,0	40,6	85,1	0,4	-1,4	-1,8	4,9	130,3	-2,4	16,4
Ago	28,2	11,8	9,8	7,4	1,6	-0,8	-1,4	28,4	-0,1	3,9
Sep	23,3	4,1	8,8	13,1	-1,6	-0,1	-0,9	22,8	0,5	-29,2
Oct ^(p)	26,3	10,2	3,2	13,9	3,2	0,4	-4,6	26,3	0,0	-5,8

Fuente: BCE.

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

2.10 Valores mantenidos por los fondos de inversión ¹⁾ según sus emisores

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

1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008 IV	1.708,4	1.206,2	335,0	617,3	150,2	3,2	100,4	502,1	130,7	163,6	25,5
2009 I	1.710,6	1.233,9	340,9	628,6	151,6	4,0	108,7	476,6	142,3	183,5	22,6
II	1.872,8	1.293,7	357,9	635,7	173,2	3,9	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
III ^(p)	1.997,8	1.383,3	388,5	668,1	185,8	4,9	135,9	614,5	180,1	234,6	22,0
Operaciones											
2009 I	-0,2	24,3	7,4	7,2	2,6	1,1	6,0	-24,4	13,2	14,7	-2,4
II	99,8	32,0	3,5	10,1	11,3	-0,8	7,9	67,8	6,8	48,7	-2,6
III ^(p)	68,7	46,2	10,7	19,4	6,1	0,4	9,6	22,5	11,2	3,6	-0,8

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008 IV	1.156,0	582,4	67,6	-	31,1	26,3	456,1	573,5	103,3	183,7	60,6
2009 I	1.070,5	502,9	48,1	-	26,1	19,8	408,7	567,5	89,3	190,8	47,9
II	1.251,5	566,0	69,8	-	28,6	16,8	450,1	685,5	110,8	210,9	59,7
III ^(p)	1.542,8	700,1	97,1	-	35,1	24,7	543,0	842,7	126,9	265,0	61,7
Operaciones											
2009 I	-9,1	-30,9	-14,3	-	-4,8	-2,3	-9,1	22,0	-5,7	20,3	-6,2
II	19,5	-4,2	1,3	-	-1,4	-3,4	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
III ^(p)	109,0	31,6	7,1	-	3,3	2,3	19,6	77,4	2,3	33,9	1,4

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008 IV	621,9	494,6	93,9	-	400,7	-	-	127,3	13,3	19,4	0,4
2009 I	594,6	492,9	85,1	-	407,8	-	-	101,8	9,5	15,9	0,3
II	627,6	540,1	82,9	-	457,2	-	-	87,5	12,9	16,2	0,4
III ^(p)	681,1	592,5	78,5	-	514,0	-	-	88,5	14,4	19,4	0,3
Operaciones											
2009 I	-5,3	17,2	-6,9	-	24,1	-	-	-22,5	-3,1	-3,7	0,0
II	2,2	15,8	-5,1	-	20,8	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
III ^(p)	10,3	11,8	-5,8	-	17,6	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0

Fuente: BCE.

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

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



CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						424,5
Balanza comercial ¹⁾						-20,8
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.113,9	109,6	708,4	54,4	241,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	33,6	3,5	22,7	3,6	3,8	
Consumo de capital fijo	355,1	96,8	200,7	11,6	46,0	
Excedente neto de explotación y renta mixta ¹⁾	517,0	281,8	203,1	32,7	-0,6	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,7
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	1.016,8	37,5	492,0	418,7	68,6	115,8
Intereses	425,5	35,2	67,1	254,6	68,5	64,7
Otra renta de la propiedad	591,3	2,3	424,9	164,0	0,0	51,1
Renta nacional neta ¹⁾	1.862,3	1.673,3	-59,7	33,1	215,6	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	258,4	212,5	37,0	8,6	0,3	4,3
Cotizaciones sociales	414,6	414,6				0,8
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	438,4	1,5	15,9	31,0	390,0	0,7
Otras transferencias corrientes	182,8	69,3	25,8	46,2	41,6	7,8
Primas netas de seguros no vida	44,6	32,4	10,7	0,8	0,7	1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,5			44,5		0,5
Otras	93,7	36,9	15,1	0,8	40,9	6,2
Renta disponible neta ¹⁾	1.843,1	1.502,2	-110,8	40,2	411,5	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.784,5	1.294,5			490,1	
Gasto en consumo individual	1.591,5	1.294,5			297,0	
Gasto en consumo colectivo	193,0				193,0	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	17,0	0,1	0,5	16,4	0,0	0,0
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior ¹⁾	58,6	224,6	-111,3	23,8	-78,6	17,7
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	431,4	142,9	216,8	12,6	59,2	
Formación bruta de capital fijo	462,4	143,9	247,0	12,4	59,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-31,0	-1,1	-30,3	0,2	0,1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0,3	-1,8	1,3	0,3	0,6	-0,3
Transferencias de capital	45,1	8,4	3,3	6,7	26,6	4,8
Impuestos sobre el capital	11,2	5,6	0,3	5,3		0,0
Otras transferencias de capital	33,9	2,8	3,0	1,4	26,6	4,8
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital) ¹⁾	-15,3	183,3	-113,2	20,6	-106,0	15,3
Discrepancia estadística	0,0	-31,4	31,4	0,0	0,0	0,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
2009 II						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						403,7
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.019,6	491,6	1.135,0	102,3	290,7	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	217,1					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.236,7					
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	517,0	281,8	203,1	32,7	-0,6	
Remuneración de los asalariados	1.116,0	1.116,0				2,7
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	252,9				252,9	-2,3
Renta de la propiedad	993,2	313,1	229,1	419,1	31,8	139,4
Intereses	413,3	63,5	43,3	297,8	8,6	76,9
Otra renta de la propiedad	579,9	249,6	185,8	121,4	23,2	62,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.862,3	1.673,3	-59,7	33,1	215,6	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	262,0				262,0	0,6
Cotizaciones sociales	414,4	1,2	17,0	47,4	348,9	1,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	436,5	436,5				2,7
Otras transferencias corrientes	162,2	89,1	10,6	45,5	17,0	28,4
Primas netas de seguros no vida	44,5			44,5		1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	43,8	34,9	8,0	0,6	0,3	1,2
Otras	73,9	54,2	2,6	0,4	16,7	26,1
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.843,1	1.502,2	-110,8	40,2	411,5	
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	17,0	17,0				0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
Cuenta de capital						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	58,6	224,6	-111,3	23,8	-78,6	17,7
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	355,1	96,8	200,7	11,6	46,0	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	47,8	11,4	18,6	4,8	12,9	2,1
Impuestos sobre el capital	11,2				11,2	0,0
Otras transferencias de capital	36,6	11,4	18,6	4,8	1,8	2,1
<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	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2009 II								
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		16.592,7	13.849,2	23.623,5	9.709,5	5.915,4	3.216,5	14.773,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				245,2				
Efectivo y depósitos		6.242,5	1.706,8	2.181,1	1.820,2	871,1	736,1	4.077,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		60,4	107,0	137,5	371,0	345,3	25,5	795,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.310,7	220,5	4.442,4	1.664,5	2.035,0	316,8	3.037,4
Préstamos		67,5	2.631,3	12.765,8	2.266,8	367,8	444,3	1.811,4
de los cuales: a largo plazo		49,5	1.460,0	9.724,0	1.757,0	304,9	355,9	.
Acciones y otras participaciones		3.493,2	5.812,9	1.541,0	3.399,0	1.826,1	1.111,3	4.353,1
Acciones cotizadas		523,7	998,2	412,8	1.373,1	395,2	223,3	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.694,2	4.496,2	909,1	1.493,0	391,2	764,1	.
Participaciones en fondos de inversión		1.275,3	318,5	219,0	532,9	1.039,7	123,9	.
Reservas técnicas de seguro		5.178,3	140,5	1,9	0,0	154,4	3,1	134,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		240,2	3.230,3	2.308,8	187,9	315,8	579,4	563,7
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		193,0	60,2	-123,2	164,7	42,9	112,3	-8,8
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-0,4				0,4
Efectivo y depósitos		74,1	41,6	-54,2	27,3	-13,3	17,1	-151,6
Valores distintos de acciones, corto plazo		-14,0	-28,5	-13,7	17,8	6,5	-0,8	64,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		16,1	-44,7	147,8	113,8	-16,0	35,9	23,0
Préstamos		0,3	14,0	61,8	-55,7	5,6	23,5	-56,5
de los cuales: a largo plazo		0,0	7,7	58,7	-61,2	5,1	1,6	.
Acciones y otras participaciones		31,5	64,9	21,9	32,1	60,1	26,9	121,2
Acciones cotizadas		18,9	37,9	-0,5	-1,6	5,0	10,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		12,4	31,1	13,2	15,5	-3,4	17,0	.
Participaciones en fondos de inversión		0,1	-4,1	9,2	18,2	58,4	-0,1	.
Reservas técnicas de seguro		56,5	0,2	0,0	0,0	0,3	0,0	-2,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		28,5	12,7	-286,3	29,3	-0,3	9,6	-7,9
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		306,0	310,5	231,5	331,2	86,4	20,4	55,5
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				-10,8				
Efectivo y depósitos		0,0	-4,5	-21,0	-5,8	0,0	0,9	-42,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,7	18,0	-1,3	5,4	0,5	0,5	-20,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		17,2	-5,4	-3,5	19,4	11,1	-1,0	-1,8
Préstamos		0,0	-3,6	-34,2	-19,2	-1,5	0,3	-19,6
de los cuales: a largo plazo		0,0	-3,6	-17,2	-21,7	-0,9	-0,4	.
Acciones y otras participaciones		233,3	361,8	62,2	317,8	65,2	21,6	196,8
Acciones cotizadas		90,7	95,8	43,1	188,3	39,3	21,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		91,1	250,0	35,8	110,3	5,2	-3,3	.
Participaciones en fondos de inversión		51,5	16,0	-16,7	19,2	20,6	3,7	.
Reservas técnicas de seguro		53,9	3,5	0,0	0,0	28,5	0,0	-46,1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		2,3	-59,4	240,2	13,6	-17,4	-1,9	-11,8
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		17.091,7	14.219,9	23.731,9	10.205,4	6.044,7	3.349,2	14.819,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				234,0				
Efectivo y depósitos		6.316,6	1.743,8	2.105,9	1.841,7	857,8	754,1	3.883,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		45,7	96,5	122,4	394,2	352,3	25,2	840,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.344,0	170,3	4.586,7	1.797,6	2.030,1	351,7	3.058,6
Préstamos		67,8	2.641,7	12.793,4	2.192,0	371,9	468,1	1.735,3
de los cuales: a largo plazo		49,5	1.464,1	9.765,5	1.674,0	309,1	357,1	.
Acciones y otras participaciones		3.758,0	6.239,6	1.625,0	3.748,9	1.951,3	1.159,7	4.671,0
Acciones cotizadas		633,3	1.131,9	455,4	1.559,8	439,5	254,5	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		1.797,8	4.777,3	958,1	1.618,8	393,1	777,8	.
Participaciones en fondos de inversión		1.326,9	330,4	211,5	570,4	1.118,7	127,5	.
Reservas técnicas de seguro		5.288,7	144,2	1,9	0,0	183,2	3,2	86,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		271,0	3.183,6	2.262,6	230,8	298,1	587,2	544,0
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
2009 II								
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.339,0	21.856,3	23.014,5	9.398,4	6.083,0	7.713,7	13.030,3
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,3	14.856,7	21,0	0,0	245,6	2.485,8
Valores distintos de acciones, corto plazo			308,5	255,5	96,2	10,7	943,3	228,0
Valores distintos de acciones, largo plazo			481,7	2.800,0	2.193,5	31,5	4.859,7	2.660,8
Préstamos		5.716,4	8.205,0		1.828,2	214,7	1.260,3	3.130,4
de los cuales: a largo plazo		5.344,4	5.687,8		826,8	80,4	1.068,8	.
Acciones y otras participaciones			9.621,7	2.446,1	5.043,6	387,4	4,2	4.033,4
Acciones cotizadas			2.514,0	318,1	93,8	122,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.107,7	924,9	1.152,2	265,4	4,2	.
Participaciones en fondos de inversión				1.203,1	3.797,6			.
Reservas técnicas de seguro		33,7	330,9	62,9	0,8	5.184,0	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		588,8	2.882,1	2.593,3	215,3	254,8	400,0	491,8
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.497,9	10.253,8	-8.007,0	609,1	311,1	-167,6	-4.497,2	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		41,2	142,0	-153,0	193,8	23,0	218,3	-24,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,5	14,8	-0,9	0,0	8,2	-81,5
Valores distintos de acciones, corto plazo			8,1	-49,5	-0,2	-1,0	68,5	6,4
Valores distintos de acciones, largo plazo			25,1	47,9	67,4	-1,1	113,6	22,9
Préstamos		31,1	12,3		-61,4	-0,2	50,3	-39,1
de los cuales: a largo plazo		27,8	40,3		-75,5	-0,2	29,1	.
Acciones y otras participaciones			78,1	3,6	188,5	0,3	0,0	88,0
Acciones cotizadas			26,2	12,0	1,4	0,0	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			51,9	9,4	29,5	0,3	0,0	.
Participaciones en fondos de inversión				-17,8	157,6			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,6	2,1	0,0	52,0	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		9,9	17,5	-171,9	0,4	-26,9	-22,3	-20,9
Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	-15,3	151,9	-81,8	29,8	-29,1	19,9	-106,0	15,3
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		-1,3	503,2	305,5	305,0	77,0	13,5	149,3
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	-50,3	0,0	0,0	0,0	-22,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			11,3	0,6	0,6	0,0	-1,0	-9,3
Valores distintos de acciones, largo plazo			-2,0	2,0	24,9	-0,1	-20,5	31,6
Préstamos		-0,6	-19,2		-40,5	-1,4	-2,6	-13,6
de los cuales: a largo plazo		-0,1	-5,1		-44,5	-1,5	-2,7	.
Acciones y otras participaciones			628,0	134,6	312,1	27,2	0,3	156,5
Acciones cotizadas			302,9	119,5	25,5	19,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			325,0	27,2	55,6	7,8	0,3	.
Participaciones en fondos de inversión				-12,1	231,0			.
Reservas técnicas de seguro		0,0	0,0	0,0	0,0	39,9	0,0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-0,7	-114,9	218,6	7,8	11,4	37,2	6,2
Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾	83,0	307,3	-192,7	-74,0	26,2	9,3	6,9	-93,8
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.378,8	22.501,5	23.167,0	9.897,2	6.183,1	7.945,5	13.155,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			26,8	14.821,2	20,1	0,0	253,8	2.382,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			327,9	206,6	96,6	9,7	1.010,8	225,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			504,8	2.849,9	2.285,8	30,3	4.952,9	2.715,4
Préstamos		5.746,9	8.198,1		1.726,3	213,0	1.308,1	3.077,7
de los cuales: a largo plazo		5.372,1	5.723,0		706,8	78,7	1.095,3	.
Acciones y otras participaciones			10.327,7	2.584,3	5.544,2	414,9	4,5	4.277,9
Acciones cotizadas			2.843,1	449,5	120,6	141,4	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones			7.484,6	961,5	1.237,4	273,5	4,5	.
Participaciones en fondos de inversión				1.173,3	4.186,3			.
Reservas técnicas de seguro		33,8	331,5	65,1	0,8	5.275,8	0,5	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		598,0	2.784,7	2.640,0	223,4	239,3	414,9	477,1
Patrimonio financiero neto ¹⁾	-1.430,3	10.713,0	-8.281,6	564,9	308,2	-138,4	-4.596,3	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 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	3.907,1	4.070,1	4.255,9	4.356,9	4.403,1	4.438,5	4.444,9	4.441,1
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	130,0	128,8	137,1	136,3	137,1	133,8	131,7	126,3
Consumo de capital fijo	1.186,7	1.247,2	1.315,2	1.347,5	1.363,9	1.378,2	1.390,3	1.400,0
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.072,1	2.189,5	2.331,7	2.375,2	2.379,2	2.358,6	2.293,3	2.211,7
Cuenta de asignación de la renta primaria								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Renta de la propiedad	2.618,2	3.056,3	3.617,1	3.838,5	3.923,1	3.929,5	3.824,1	3.588,7
Intereses	1.345,8	1.644,0	2.055,4	2.226,3	2.296,2	2.307,2	2.222,5	2.062,9
Otra renta de la propiedad	1.272,4	1.412,3	1.561,7	1.612,3	1.626,9	1.622,3	1.601,6	1.525,8
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.970,7	7.317,8	7.695,2	7.783,9	7.819,7	7.803,3	7.720,6	7.631,1
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,9	1.028,2	1.111,8	1.140,2	1.142,1	1.124,2	1.113,7	1.077,3
Cotizaciones sociales	1.477,8	1.540,5	1.595,9	1.627,7	1.645,3	1.660,4	1.669,2	1.671,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,2	1.597,1	1.627,1	1.647,5	1.665,1	1.688,9	1.717,4
Otras transferencias corrientes	712,0	722,8	753,5	775,5	781,7	790,1	784,3	775,3
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,6	184,2	186,5	187,7	188,3	185,7	182,6
Derechos de seguros no vida	180,5	179,9	183,9	186,6	188,0	189,3	186,6	183,3
Otras	351,8	363,3	385,4	402,4	406,1	412,5	412,0	409,3
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.884,3	7.225,6	7.599,7	7.680,2	7.717,1	7.697,7	7.615,7	7.526,8
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,7	6.631,5	6.891,7	7.044,4	7.119,0	7.156,8	7.164,8	7.157,6
Gasto en consumo individual	5.691,0	5.946,4	6.180,3	6.313,6	6.378,6	6.407,4	6.405,2	6.391,1
Gasto en consumo colectivo	664,7	685,1	711,3	730,8	740,4	749,4	759,6	766,4
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	59,7	62,3	63,7	64,2	64,8	64,5
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	528,9	594,3	708,2	635,8	598,2	540,9	450,9	369,2
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.717,1	1.876,7	2.021,7	2.056,2	2.072,2	2.066,3	2.003,1	1.910,5
Formación bruta de capital fijo	1.709,9	1.854,9	1.995,5	2.034,3	2.048,2	2.029,3	1.976,4	1.907,2
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	7,3	21,8	26,1	21,9	24,0	37,0	26,7	3,2
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,5	-1,2	0,1	0,3	0,7	1,2	0,7
Transferencias de capital	183,6	170,0	151,2	159,6	163,7	164,1	161,4	169,9
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,9	24,1	23,6	23,5	28,6
Otras transferencias de capital	159,2	147,4	126,9	135,7	139,6	140,5	137,9	141,3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	12,1	-20,2	16,8	-57,8	-97,1	-136,3	-153,9	-132,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más detalles 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	2005	2006	2007	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.295,9	7.635,5	8.039,8	8.216,0	8.283,2	8.309,1	8.260,3	8.179,0
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,1	913,7	959,1	954,1	952,5	945,6	928,9	912,6
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.141,1	8.549,3	8.998,9	9.170,1	9.235,7	9.254,7	9.189,2	9.091,6
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	2.072,1	2.189,5	2.331,7	2.375,2	2.379,2	2.358,6	2.293,3	2.211,7
Remuneración de los asalariados	3.914,4	4.077,6	4.264,0	4.365,4	4.411,6	4.447,0	4.453,2	4.449,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,0	1.103,2	1.095,8	1.095,0	1.084,5	1.065,7	1.045,4
Renta de la propiedad	2.614,3	3.053,1	3.613,5	3.786,1	3.857,0	3.842,8	3.732,6	3.513,4
Intereses	1.320,3	1.614,5	2.014,6	2.172,5	2.241,0	2.251,0	2.164,3	2.009,0
Otra renta de la propiedad	1.294,0	1.438,6	1.598,9	1.613,6	1.616,0	1.591,8	1.568,3	1.504,4
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.970,7	7.317,8	7.695,2	7.783,9	7.819,7	7.803,3	7.720,6	7.631,1
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,2	1.148,4	1.150,4	1.132,5	1.121,9	1.083,8
Cotizaciones sociales	1.477,0	1.539,7	1.595,0	1.626,9	1.644,6	1.659,5	1.668,2	1.670,4
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,1	1.588,1	1.618,4	1.639,1	1.657,0	1.680,7	1.709,4
Otras transferencias corrientes	630,4	634,7	660,5	673,1	680,0	685,1	680,4	673,4
Primas netas de seguros no vida	180,5	179,9	183,9	186,6	188,0	189,3	186,6	183,3
Derechos de seguros no vida	178,3	176,8	181,3	183,7	184,9	185,7	183,0	179,9
Otras	271,6	278,1	295,3	302,7	307,2	310,1	310,8	310,1
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.884,3	7.225,6	7.599,7	7.680,2	7.717,1	7.697,7	7.615,7	7.526,8
Gasto en consumo final								
Gasto en consumo individual								
Gasto en consumo colectivo								
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	61,0	63,1	59,9	62,4	63,7	64,2	64,8	64,6
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	528,9	594,3	708,2	635,8	598,2	540,9	450,9	369,2
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.186,7	1.247,2	1.315,2	1.347,5	1.363,9	1.378,2	1.390,3	1.400,0
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,8	184,5	165,1	174,6	177,0	175,7	170,6	179,0
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,9	24,1	23,6	23,5	28,6
Otras transferencias de capital	172,4	162,0	140,8	150,8	152,9	152,1	147,1	150,4
<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)

	2005	2006	2007	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.914,4	4.077,6	4.264,0	4.365,4	4.411,6	4.447,0	4.453,2	4.449,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.332,8	1.409,6	1.492,9	1.524,8	1.538,7	1.544,8	1.539,4	1.529,5
Intereses, recursos (+)	227,0	262,5	306,1	328,4	338,2	338,6	326,3	302,8
Intereses, empleos (-)	130,7	163,9	209,6	227,1	234,1	232,9	217,2	192,6
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	722,7	771,5	808,8	826,3	830,2	819,1	814,1	791,4
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	9,9	9,9	9,9	9,8	10,0	9,9
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,1	852,7	882,4	889,4	891,8	889,2	876,2
Cotizaciones sociales netas (-)	1.473,8	1.536,5	1.591,6	1.623,4	1.640,9	1.655,9	1.664,7	1.666,9
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,7	1.582,5	1.612,6	1.633,3	1.651,2	1.674,9	1.703,5
Transferencias corrientes netas (+)	66,5	66,5	69,1	70,6	70,2	71,1	72,4	74,7
= Renta disponible bruta	5.400,1	5.623,2	5.859,4	5.985,3	6.047,9	6.081,3	6.099,1	6.105,7
Gasto en consumo final (-)	4.691,4	4.898,4	5.088,0	5.195,4	5.249,2	5.263,4	5.245,6	5.220,3
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,5	61,9	63,2	63,8	64,3	64,1
= Ahorro bruto	769,4	787,5	830,8	851,9	862,0	881,7	917,8	949,5
Consumo de capital fijo (-)	319,9	338,6	359,0	368,7	373,1	376,4	379,2	381,6
Transferencias de capital netas (+)	24,1	18,9	11,9	14,2	14,8	15,7	15,4	17,3
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	524,3	563,8	45,4	-1.150,4	-1.321,4	-1.768,7	-1.361,8	-752,7
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	997,9	1.031,7	529,0	-653,0	-817,9	-1.247,8	-807,8	-167,5
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	546,9	601,5	638,9	644,6	644,2	633,0	615,1	591,9
Consumo de capital fijo (-)	319,9	338,6	359,0	368,7	373,1	376,4	379,2	381,6
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	206,4	307,5	425,9	426,9	433,0	440,8	384,5	283,4
Efectivo y depósitos	246,9	284,3	349,8	387,6	392,4	437,0	397,6	335,4
Participaciones en fondos del mercado monetario	-20,2	0,9	40,0	10,5	13,5	-9,1	-4,0	-24,9
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,3	22,2	36,0	28,7	27,1	12,9	-9,1	-27,0
Activos a largo plazo	422,9	364,3	160,6	109,0	61,9	77,0	118,5	214,6
Depósitos	-5,3	-1,2	-29,8	-37,2	-40,0	-32,9	-17,9	10,5
Valores distintos de acciones	-1,7	76,6	13,9	73,8	83,4	72,1	65,2	47,9
Acciones y otras participaciones	137,5	-27,6	-86,6	-149,5	-189,5	-137,0	-98,4	-17,8
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	71,1	-9,8	-5,7	-24,8	-41,9	-7,9	3,4	30,6
Participaciones en fondos de inversión	66,4	-17,9	-81,0	-124,7	-147,6	-129,1	-101,8	-48,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,5	316,5	263,2	221,9	208,0	174,8	169,7	174,1
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	397,2	393,5	350,5	287,8	252,2	205,4	147,7	112,1
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	355,3	283,7	199,0	183,2	81,6	18,8	9,1
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	443,3	510,7	7,9	-1.007,0	-1.051,3	-1.403,6	-1.090,8	-624,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	105,5	50,6	28,1	-127,8	-180,3	-259,3	-203,8	-115,2
Otros flujos netos (+)	-10,1	-70,9	-22,8	-42,2	-100,0	-153,9	-104,3	-24,0
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	997,9	1.031,7	529,0	-653,0	-817,9	-1.247,8	-807,8	-167,5
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.482,0	4.748,0	5.212,3	5.488,3	5.546,3	5.724,5	5.792,7	5.798,3
Efectivo y depósitos	4.174,0	4.454,4	4.843,3	5.055,2	5.104,7	5.312,9	5.374,4	5.430,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	296,4	257,6	296,0	346,5	348,5	328,0	346,5	312,0
Valores distintos de acciones ²⁾	11,6	36,0	72,9	86,6	93,0	83,6	71,7	56,2
Activos a largo plazo	10.994,7	11.966,2	12.112,0	11.173,5	10.843,7	10.371,0	10.148,5	10.609,9
Depósitos	1.023,3	1.031,1	966,8	903,6	887,0	890,6	868,0	886,6
Valores distintos de acciones	1.209,3	1.283,1	1.279,2	1.306,2	1.287,2	1.280,5	1.299,3	1.333,4
Acciones y otras participaciones	4.514,7	5.037,4	4.960,3	4.078,7	3.790,5	3.378,7	3.146,7	3.445,9
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.192,0	3.634,3	3.612,9	2.949,6	2.736,5	2.406,1	2.218,0	2.431,1
Participaciones en fondos de inversión	1.322,7	1.403,2	1.347,4	1.129,1	1.054,0	972,6	928,7	1.014,8
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.247,5	4.614,5	4.905,7	4.885,1	4.878,8	4.821,2	4.834,5	4.943,9
Otros activos netos (+)	95,2	72,2	74,2	49,0	67,4	37,8	29,0	51,7
Pasivos (-)								
Préstamos	4.788,1	5.180,0	5.512,6	5.628,4	5.683,8	5.723,1	5.716,4	5.746,9
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.887,7	4.938,7	4.901,9	4.879,5	4.899,9
= Riqueza financiera neta	10.783,9	11.606,3	11.885,9	11.082,5	10.773,4	10.410,1	10.253,8	10.713,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Excluidas las variaciones del patrimonio neto como consecuencia de las variaciones de los activos no financieros, como, por ejemplo, por revalorización de los inmuebles residenciales.

2) 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)

	2005	2006	2007	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.178,2	4.387,2	4.635,4	4.739,5	4.777,6	4.781,9	4.724,9	4.644,5
Remuneración de los asalariados (-)	2.479,0	2.592,9	2.720,8	2.789,4	2.820,4	2.841,9	2.838,5	2.828,6
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	73,1	75,2	80,6	80,9	81,8	79,1	77,6	73,7
= Excedente bruto de explotación (+)	1.626,2	1.719,2	1.833,9	1.869,2	1.875,4	1.860,9	1.808,8	1.742,1
Consumo de capital fijo (-)	672,7	704,8	741,9	759,6	768,8	777,3	784,6	790,2
= Excedente neto de explotación (+)	953,5	1.014,4	1.092,0	1.109,6	1.106,6	1.083,5	1.024,2	951,9
Renta de la propiedad, recursos (+)	440,2	508,5	581,8	598,7	602,3	599,7	582,2	557,8
Intereses, recursos	141,1	169,7	199,0	219,3	225,9	227,9	218,2	203,6
Otra renta de la propiedad, recursos	299,1	338,8	382,8	379,4	376,4	371,7	364,1	354,2
Intereses y otras rentas, empleos (-)	237,3	284,6	346,2	382,1	397,1	403,8	386,2	356,4
= Renta empresarial neta (+)	1.156,4	1.238,3	1.327,6	1.326,2	1.311,7	1.279,4	1.220,2	1.153,3
Renta distribuida (-)	887,7	961,5	1.016,5	1.050,5	1.064,6	1.059,5	1.055,0	1.024,7
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	190,0	211,1	215,3	212,2	195,2	188,9	169,4
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	64,3	64,1	64,9	65,4	65,6	66,2
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	61,7	62,4	62,7	62,9	63,0	63,1
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,7	66,0	57,0	59,6	59,8	60,0	60,1	61,3
= Ahorro neto	70,1	35,1	45,5	2,5	-22,7	-32,8	-81,3	-99,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	256,4	313,6	367,7	371,7	376,8	367,6	313,0	232,7
Formación bruta de capital fijo (+)	920,7	993,9	1.084,2	1.111,1	1.123,6	1.109,8	1.073,1	1.022,2
Consumo de capital fijo (-)	672,7	704,8	741,9	759,6	768,8	777,3	784,6	790,2
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	8,4	24,5	25,4	20,2	22,0	35,1	24,6	0,7
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,6	160,3	158,9	119,6	93,5	49,4	-37,4	-18,1
Efectivo y depósitos	113,7	146,3	154,5	114,2	89,4	15,6	-5,3	9,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	8,3	2,5	-19,1	-10,1	6,6	30,6	27,7	33,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	6,6	11,5	23,5	15,5	-2,5	3,2	-59,8	-60,9
Activos a largo plazo	393,5	489,5	518,7	522,6	544,2	631,3	644,3	536,3
Depósitos	34,2	35,7	28,4	-19,7	3,1	9,4	14,0	29,4
Valores distintos de acciones	-34,9	5,9	-27,4	-80,0	-44,3	-25,3	30,3	-5,9
Acciones y otras participaciones	255,9	265,5	346,4	380,0	339,1	332,9	326,3	281,7
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	138,3	182,5	171,2	242,2	246,3	314,4	273,7	231,0
Otros activos netos (+)	83,7	156,3	211,5	63,7	-9,4	-59,8	-149,8	-120,1
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	440,3	750,3	787,7	743,5	760,6	692,5	579,6	393,7
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	271,8	453,1	556,8	543,1	495,0	400,0	273,0	119,3
de la cual: valores distintos de acciones	13,8	41,8	37,3	12,3	41,7	55,1	68,4	82,9
Acciones y otras participaciones	291,3	262,2	355,6	259,4	191,0	248,5	189,8	255,3
Acciones cotizadas	104,1	42,4	42,9	-12,1	-29,7	2,2	12,1	45,2
Acciones no cotizadas y otras participaciones	187,2	219,9	312,6	271,5	220,7	246,3	177,8	210,0
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,4	72,1	68,8	75,7	79,0	78,3	79,3	76,9
= Ahorro neto	70,1	35,1	45,5	2,5	-22,7	-32,8	-81,3	-99,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.505,2	1.670,9	1.808,4	1.837,7	1.851,4	1.869,7	1.849,6	1.882,2
Efectivo y depósitos	1.229,3	1.367,2	1.507,6	1.521,7	1.536,6	1.540,9	1.510,4	1.550,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	176,5	184,8	161,0	182,2	182,8	187,8	210,5	213,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	99,4	118,8	139,8	133,8	132,0	141,0	128,7	118,0
Activos a largo plazo	8.634,3	10.024,2	10.744,1	9.903,2	9.634,1	8.871,6	8.628,8	9.009,8
Depósitos	109,5	147,7	200,4	169,8	192,0	206,6	196,4	193,3
Valores distintos de acciones	284,5	284,2	252,4	188,2	192,4	208,8	198,8	148,9
Acciones y otras participaciones	6.350,0	7.533,7	8.032,9	7.125,0	6.771,0	5.907,2	5.602,4	6.025,9
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.890,4	2.058,5	2.258,4	2.420,1	2.478,6	2.548,9	2.631,3	2.641,7
Otros activos netos (+)	407,8	453,3	606,9	542,6	578,6	578,1	515,0	569,9
Pasivos								
Deuda	7.046,1	7.771,6	8.518,4	8.900,5	9.088,0	9.229,5	9.326,2	9.362,3
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.527,9	3.980,9	4.525,1	4.764,1	4.853,6	4.918,8	4.902,9	4.874,8
de la cual: valores distintos de acciones	675,4	695,1	692,4	698,7	721,4	745,9	790,3	832,7
Acciones y otras participaciones	10.994,5	12.966,9	14.011,7	12.209,5	11.427,7	10.300,7	9.621,7	10.327,7
Acciones cotizadas	3.711,1	4.491,5	5.010,2	4.000,1	3.454,4	2.864,2	2.514,0	2.843,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.283,5	8.475,3	9.001,5	8.209,4	7.973,3	7.436,5	7.107,7	7.484,6

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)

	2005	2006	2007	2007 III- 2008 II	2007 IV- 2008 III	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	25,5	67,4	92,3	105,8	90,9	107,0	55,8	39,0
Efectivo y depósitos	7,2	10,6	6,4	35,2	32,4	57,0	18,2	12,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,5	3,6	3,1	14,3	21,7	20,3	16,8	9,4
Valores distintos de acciones ¹⁾	18,9	53,3	82,8	56,2	36,8	29,8	20,8	17,1
Activos a largo plazo	284,6	319,2	202,3	144,9	119,7	101,9	95,2	129,9
Depósitos	17,4	76,9	47,8	13,5	-0,4	0,0	10,1	10,5
Valores distintos de acciones	132,9	129,3	77,0	70,6	80,7	65,8	80,6	37,8
Préstamos	-3,7	2,7	-8,7	11,9	13,5	23,2	0,6	15,2
Acciones cotizadas	30,7	-3,4	-2,2	-2,1	-10,9	-11,5	-8,2	-10,3
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19,9	28,2	25,3	22,1	22,9	14,9	10,8	7,7
Participaciones en fondos de inversión	87,5	85,4	63,0	28,7	13,9	9,4	1,4	69,1
Otros activos netos (+)	2,7	3,4	-34,7	-18,6	1,7	30,8	0,6	25,6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,9	5,1	5,4	9,3	9,9	7,0
Préstamos	17,3	44,8	6,7	3,5	-7,4	22,2	-10,4	6,3
Acciones y otras participaciones	10,6	11,6	3,1	-3,1	-8,7	-1,4	0,9	0,8
Reservas técnicas de seguro	335,2	319,9	279,8	246,5	233,1	191,6	168,6	163,7
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	291,6	313,6	277,8	236,5	217,8	177,1	160,4	157,5
Reservas para primas y para siniestros	43,6	6,2	2,0	10,0	15,4	14,5	8,2	6,3
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-49,9	8,0	-33,6	-20,1	-10,1	18,1	-17,4	16,5
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	190,5	182,0	1,3	-342,0	-415,9	-549,8	-432,7	-319,7
Otros activos netos	82,0	-37,1	-56,7	-16,5	-7,9	32,2	9,3	74,9
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	117,9	37,0	-37,6	-150,4	-146,4	-185,1	-188,3	-121,4
Reservas técnicas de seguro	137,7	55,3	26,8	-128,3	-183,3	-260,5	-205,9	-130,7
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	146,8	51,8	26,9	-124,2	-176,4	-252,2	-199,8	-126,3
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,5	-0,1	-4,1	-6,9	-8,3	-6,1	-4,4
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	16,8	52,6	-44,6	-79,7	-94,2	-71,9	-29,2	7,3
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	437,3	512,9	598,3	665,3	670,2	709,8	719,8	708,2
Efectivo y depósitos	146,6	156,6	163,1	180,5	188,4	222,9	214,7	198,5
Participaciones en fondos del mercado monetario	75,6	81,6	82,5	94,8	99,0	100,2	113,0	103,7
Valores distintos de acciones ¹⁾	215,0	274,7	352,7	390,0	382,8	386,6	392,1	406,0
Activos a largo plazo	4.623,6	5.064,0	5.214,5	5.020,0	4.954,1	4.773,6	4.725,4	4.855,3
Depósitos	523,7	601,3	647,0	649,4	644,9	646,1	656,4	659,3
Valores distintos de acciones	1.778,2	1.851,7	1.880,9	1.914,8	1.960,3	1.950,9	1.988,2	1.976,4
Préstamos	356,1	355,6	341,5	355,5	356,7	366,0	367,8	371,9
Acciones cotizadas	653,2	736,4	728,3	598,0	538,4	427,2	395,2	439,5
Acciones no cotizadas y otras participaciones	404,7	483,6	513,4	459,3	444,6	420,2	391,2	393,1
Participaciones en fondos de inversión	907,7	1.035,5	1.103,4	1.043,1	1.009,1	963,3	926,7	1.015,1
Otros activos netos (+)	180,7	205,2	165,7	171,6	180,5	216,2	215,4	242,0
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,3	35,9	35,2	36,5	36,7	43,2	42,2	40,0
Préstamos	142,1	183,7	186,9	204,3	195,5	209,2	214,7	213,0
Acciones y otras participaciones	618,8	667,4	632,8	535,5	514,9	446,3	387,4	414,9
Reservas técnicas de seguro	4.559,9	4.935,0	5.241,7	5.242,8	5.239,8	5.172,8	5.184,0	5.275,8
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.892,2	4.257,6	4.562,4	4.554,2	4.550,4	4.487,3	4.495,6	4.585,4
Reservas para primas y para siniestros	667,6	677,4	679,3	688,5	689,5	685,5	688,4	690,4
= Riqueza financiera neta	-100,5	-39,9	-118,1	-162,2	-182,1	-172,0	-167,6	-138,4

Fuente: BCE.

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

MERCADOS FINANCIEROS

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

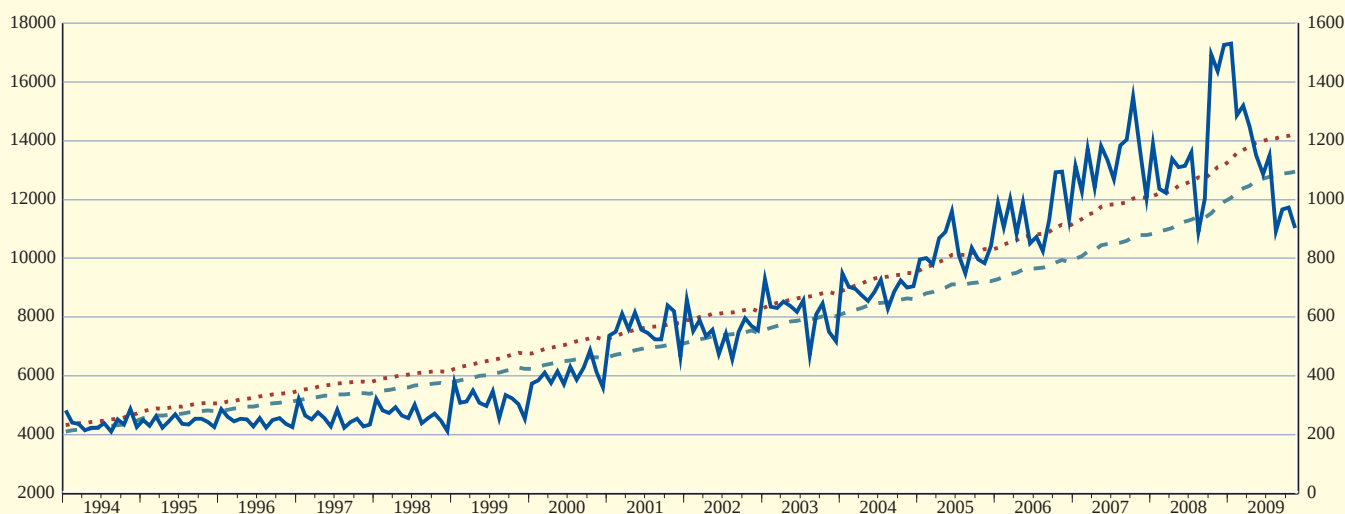
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
				En euros			En todas las monedas					
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
											Emisiones netas	Tasas crece de 6 meses
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2008 Nov	13.952,9	1.421,9	217,9	11.763,7	1.369,3	227,3	13.095,9	1.436,7	212,6	8,1	192,0	11,0
Dic	14.139,0	1.538,6	189,6	11.916,4	1.450,0	156,4	13.169,1	1.527,2	143,3	9,5	229,5	13,1
2009 Ene	14.237,7	1.500,6	94,1	12.055,8	1.451,3	135,7	13.369,9	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
Feb	14.430,9	1.260,0	190,9	12.242,9	1.200,8	184,9	13.574,4	1.286,3	204,5	11,0	157,2	13,1
Mar	14.603,0	1.318,0	170,5	12.379,0	1.229,8	134,7	13.680,1	1.318,6	150,0	11,9	134,5	15,2
Abr	14.680,2	1.233,6	79,9	12.479,1	1.167,3	102,8	13.791,8	1.247,8	109,3	12,1	91,5	14,6
May	14.888,3	1.159,9	208,0	12.653,3	1.070,6	174,2	13.934,7	1.151,0	173,0	12,1	113,1	13,1
Jun	14.977,9	1.088,8	89,1	12.713,2	1.006,6	59,2	13.999,5	1.086,7	68,8	11,9	87,4	10,6
Jul	15.006,8	1.124,2	31,6	12.766,1	1.069,5	55,8	14.063,2	1.148,7	67,4	11,8	101,2	10,5
Ago	15.055,6	882,3	47,8	12.796,1	826,4	29,0	14.083,5	892,5	22,3	11,0	60,4	8,9
Sep	15.163,6	965,3	106,9	12.876,8	882,1	79,6	14.155,6	965,8	83,7	12,0	145,1	9,0
Oct	.	.	.	12.900,4	900,8	24,2	14.179,3	972,1	27,0	11,0	1,3	7,5
Nov	.	.	.	12.955,7	843,4	55,5	14.233,4	903,9	59,7	9,6	35,7	6,3
	A largo plazo											
2008 Nov	12.392,1	275,2	174,1	10.323,7	253,6	174,8	11.483,7	262,5	165,1	6,2	137,4	8,0
Dic	12.571,1	363,3	180,2	10.495,1	328,8	173,0	11.578,5	340,6	153,9	7,3	165,7	9,7
2009 Ene	12.647,4	291,6	74,1	10.584,6	276,7	88,3	11.712,7	300,2	88,9	8,1	115,4	10,5
Feb	12.817,8	301,4	169,3	10.747,0	270,4	161,4	11.886,2	297,5	173,6	9,2	136,4	10,6
Mar	12.998,2	319,8	150,6	10.917,3	280,2	140,6	12.021,0	301,8	141,7	10,3	139,0	13,2
Abr	13.074,5	292,2	79,5	10.985,7	257,4	71,6	12.099,2	276,2	75,0	10,3	71,7	14,0
May	13.277,7	339,1	204,3	11.155,8	281,3	171,4	12.250,1	301,6	175,5	10,6	112,8	13,3
Jun	13.398,3	313,1	119,0	11.264,5	274,5	106,7	12.377,9	308,3	126,9	10,8	99,7	11,9
Jul	13.421,9	269,3	25,9	11.294,6	247,9	32,5	12.416,3	272,8	41,4	10,8	82,7	11,2
Ago	13.478,4	130,7	56,3	11.336,1	108,1	41,3	12.456,3	121,0	45,4	10,5	93,6	10,3
Sep	13.553,4	223,5	72,6	11.413,0	196,9	74,6	12.521,9	222,3	74,7	11,5	120,3	9,9
Oct	.	.	.	11.470,5	215,3	55,9	12.575,8	234,6	57,8	11,7	54,9	9,6
Nov	.	.	.	11.551,5	176,6	80,0	12.653,8	191,6	83,6	10,8	49,9	8,4

C15 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 realizadas por residentes y no residentes en la zona del euro.

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

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

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

1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Total											
2007	12.066	5.048	1.505	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.169	5.267	1.924	701	4.937	340	1.177	816	74	100	162	24
2008 IV	13.169	5.267	1.924	701	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 I	13.680	5.390	2.032	723	5.191	343	1.378	922	78	92	250	35
II	13.999	5.431	2.112	757	5.348	351	1.162	749	62	90	241	20
III	14.156	5.424	2.137	785	5.452	358	1.002	651	43	84	212	12
2009 Ago	14.083	5.437	2.141	768	5.383	354	892	628	27	74	155	8
Sep	14.156	5.424	2.137	785	5.452	358	966	610	30	83	230	14
Oct	14.179	5.375	2.149	793	5.498	363	972	599	44	79	229	21
Nov	14.233	5.382	2.159	795	5.532	366	904	590	34	69	191	20
	A corto plazo											
2007	1.287	788	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	26	92	101	19
2008 IV	1.591	822	62	116	566	25	1.220	911	38	96	152	23
2009 I	1.659	839	42	98	663	18	1.078	806	17	74	154	27
II	1.622	785	37	85	699	16	866	631	14	69	139	13
III	1.634	751	31	82	752	19	797	569	10	71	139	8
2009 Ago	1.627	752	34	84	742	16	771	567	10	72	117	5
Sep	1.634	751	31	82	752	19	743	525	10	63	134	11
Oct	1.604	710	35	80	760	18	738	513	14	62	134	13
Nov	1.580	706	34	75	746	19	712	515	9	58	115	15
	A largo plazo ²⁾											
2007	10.779	4.260	1.468	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.579	4.445	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2008 IV	11.579	4.445	1.862	585	4.371	316	266	95	98	12	57	5
2009 I	12.021	4.552	1.991	625	4.529	325	300	116	61	18	96	8
II	12.378	4.645	2.075	672	4.650	335	295	118	48	21	102	7
III	12.522	4.673	2.106	703	4.700	339	205	82	33	14	72	4
2009 Ago	12.456	4.684	2.108	685	4.641	339	121	61	17	2	38	3
Sep	12.522	4.673	2.106	703	4.700	339	222	85	19	20	95	2
Oct	12.576	4.665	2.114	713	4.739	345	235	85	29	17	95	8
Nov	12.654	4.676	2.124	721	4.786	347	192	75	25	11	76	5
	del cual: a tipo fijo											
2007	7.324	2.264	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.613	2.326	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2008 IV	7.613	2.326	635	448	3.955	250	121	42	13	10	53	2
2009 I	7.933	2.393	702	491	4.094	253	208	72	27	18	86	5
II	8.248	2.492	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.375	2.527	768	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
2009 Ago	8.297	2.521	764	551	4.201	260	65	33	4	1	26	1
Sep	8.375	2.527	768	569	4.251	259	174	55	13	20	86	1
Oct	8.436	2.535	768	580	4.289	264	168	56	8	16	83	5
Nov	8.504	2.549	772	589	4.329	265	140	47	11	11	68	2
	del cual: a tipo variable											
2007	3.001	1.621	856	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.476	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 IV	3.476	1.725	1.198	127	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 I	3.585	1.757	1.264	124	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.614	1.740	1.302	124	374	74	65	30	24	1	7	2
III	3.611	1.725	1.313	123	372	79	48	21	18	0	7	1
2009 Ago	3.634	1.747	1.318	123	368	78	40	17	12	0	9	2
Sep	3.611	1.725	1.313	123	372	79	27	16	5	1	5	1
Oct	3.602	1.710	1.321	123	369	80	57	24	21	1	8	3
Nov	3.609	1.707	1.326	122	373	81	42	21	13	0	5	2

Fuente: BCE.

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

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

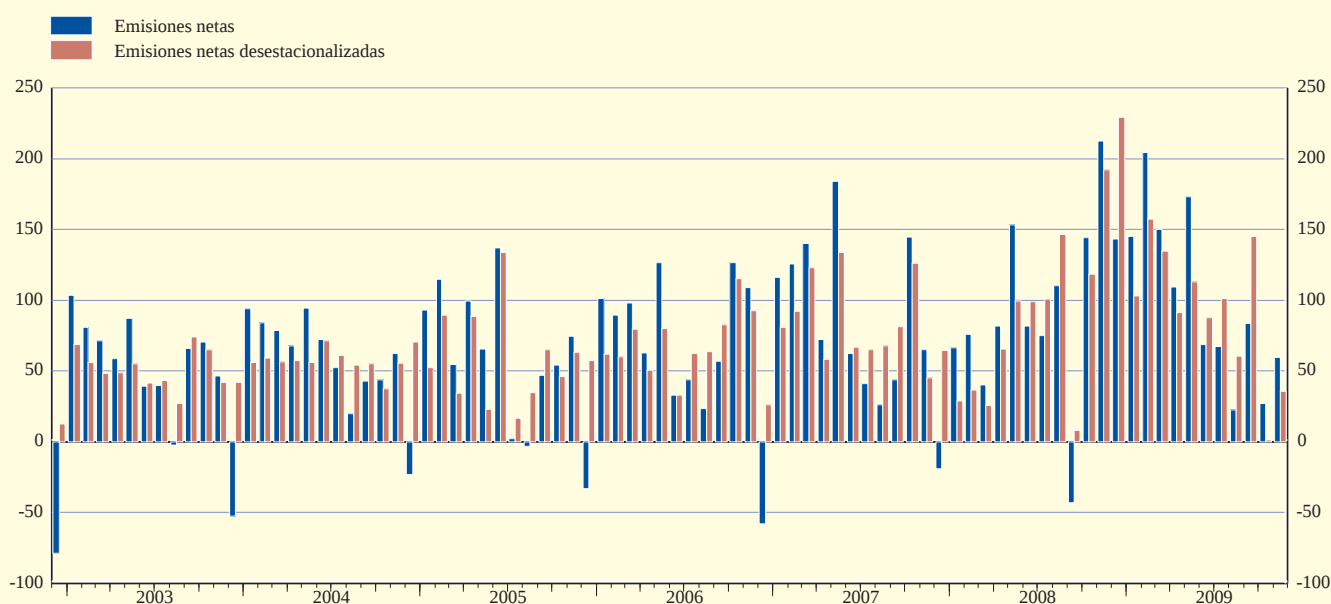
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar ¹⁾						Desestacionalizadas ¹⁾					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2007	83,5	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,0	4,3	10,0	1,1
2008	95,1	23,1	34,9	4,2	31,7	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2008 IV	166,7	11,3	80,7	6,2	63,0	5,5	179,9	21,4	55,7	9,3	90,6	2,9
2009 I	166,6	39,7	35,1	7,0	83,9	0,9	131,6	20,3	45,1	5,2	58,7	2,4
II	117,1	21,7	27,3	11,5	53,8	2,8	97,3	21,1	27,1	7,3	39,0	2,8
III	57,8	0,2	9,9	10,1	35,4	2,3	102,2	9,7	29,1	12,8	47,1	3,5
2009 Ago	22,3	-9,6	-4,3	-1,7	37,0	0,9	60,4	-0,5	7,3	2,8	48,9	1,9
Sep	83,7	-7,7	-1,5	18,1	71,1	3,7	145,1	16,0	31,1	21,8	70,3	5,7
Oct	27,0	-47,9	13,3	8,9	47,3	5,5	1,3	-73,1	-7,7	7,0	71,3	3,9
Nov	59,7	9,3	10,8	2,8	34,1	2,7	35,7	12,0	1,5	2,3	19,5	0,3
A largo plazo												
2007	61,7	23,9	26,9	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,7	16,2	32,8	2,8	13,3	0,6	65,0	16,3	32,0	2,9	13,2	0,5
2008 IV	116,0	2,8	80,9	4,5	26,2	1,6	111,4	12,4	56,3	4,8	37,0	0,8
2009 I	134,7	24,9	41,9	12,9	52,0	3,0	130,3	16,2	52,0	14,4	44,7	2,9
II	125,8	36,1	28,8	15,9	41,3	3,7	94,8	25,4	27,9	12,2	25,7	3,5
III	53,9	12,1	12,0	11,0	17,4	1,4	98,9	22,3	31,4	12,9	29,8	2,5
2009 Ago	45,4	21,2	-3,2	-0,3	25,5	2,1	93,6	37,5	10,1	2,7	40,4	2,9
Sep	74,7	-8,1	1,4	19,8	61,0	0,7	120,3	7,0	31,6	21,8	57,2	2,6
Oct	57,8	-6,2	8,6	10,6	39,2	5,6	54,9	-9,1	-12,5	10,7	61,4	4,4
Nov	83,6	13,4	11,6	8,2	47,8	2,6	49,9	17,9	2,2	7,6	22,1	0,2

C16 Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

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



Fuente: BCE.

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

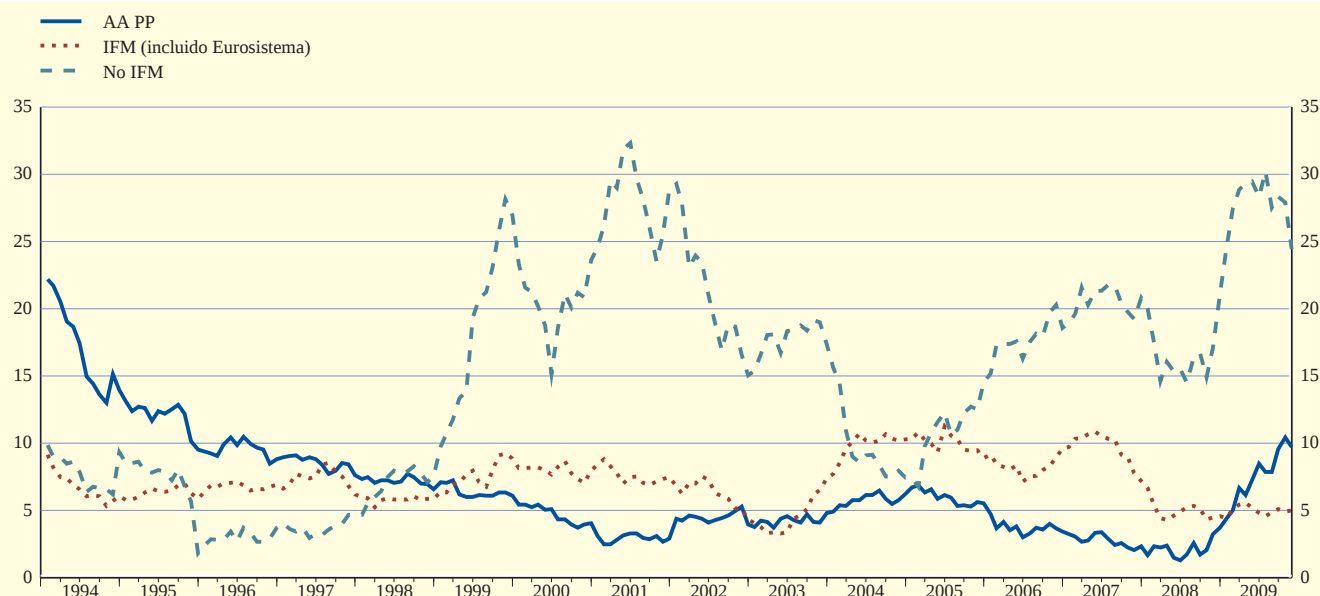
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Total												
2008 Nov	8,1	5,7	23,8	4,9	6,7	2,8	11,0	5,1	30,4	5,1	12,5	7,1
Dic	9,5	5,5	27,8	7,8	8,4	4,1	13,1	4,8	35,4	12,9	15,5	9,8
2009 Ene	10,1	5,3	30,0	7,1	9,6	5,5	13,0	3,6	37,9	12,3	16,0	8,6
Feb	11,0	6,3	32,1	8,1	10,1	6,5	13,1	3,8	36,3	13,3	16,0	7,2
Mar	11,9	6,4	33,2	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,1	13,0	19,8	10,0
Abr	12,1	6,3	33,4	10,1	11,7	10,6	14,6	6,0	41,6	15,3	15,1	11,3
May	12,1	5,5	32,9	10,2	12,8	9,5	13,1	5,8	35,3	15,9	13,0	11,9
Jun	11,9	4,8	29,7	11,8	13,7	9,6	10,6	4,7	24,2	10,8	12,0	9,6
Jul	11,8	4,2	30,8	13,2	13,5	9,4	10,5	4,8	24,2	14,3	11,0	10,3
Ago	11,0	3,5	26,9	12,8	13,4	9,0	8,9	3,1	18,6	12,5	10,7	10,8
Sep	12,0	4,2	27,2	15,2	14,9	10,6	9,0	3,5	17,4	17,3	10,2	11,3
Oct	11,0	3,0	26,1	16,1	13,6	10,4	7,5	0,1	12,3	17,2	12,1	9,4
Nov	9,6	2,5	21,5	15,8	12,0	10,5	6,3	-0,7	9,3	15,7	11,1	9,3
A largo plazo												
2008 Nov	6,2	4,5	22,4	3,8	3,4	1,3	8,0	4,6	29,2	3,6	5,2	3,0
Dic	7,3	4,6	26,8	6,1	3,8	2,2	9,7	3,9	35,5	9,7	7,1	4,6
2009 Ene	8,1	4,4	30,7	8,3	4,4	3,4	10,5	3,0	42,2	16,1	7,1	4,2
Feb	9,2	5,1	33,9	10,5	5,1	3,9	10,6	3,0	41,0	19,5	7,4	3,0
Mar	10,3	5,4	34,8	13,0	6,7	5,8	13,2	3,9	42,9	21,0	11,8	7,3
Abr	10,3	5,6	34,8	14,8	6,0	8,7	14,0	5,1	46,9	26,0	10,0	11,8
May	10,6	5,2	34,4	16,3	7,2	8,5	13,3	5,7	39,6	30,5	9,1	14,2
Jun	10,8	4,8	31,7	19,0	8,4	8,4	11,9	5,6	28,0	29,1	9,8	12,6
Jul	10,8	4,6	33,4	21,2	7,8	8,0	11,2	6,1	25,4	26,6	8,6	12,0
Ago	10,5	4,8	29,9	20,8	7,8	8,0	10,3	6,7	19,7	22,1	8,3	13,2
Sep	11,5	5,1	30,2	23,2	9,6	9,3	9,9	6,4	18,8	25,4	7,5	11,4
Oct	11,7	4,9	28,9	25,2	10,4	10,4	9,6	4,7	13,1	24,4	11,0	9,0
Nov	10,8	5,0	23,9	26,1	9,6	10,8	8,4	4,3	10,0	21,9	10,1	7,5

C17 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 detalles sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

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

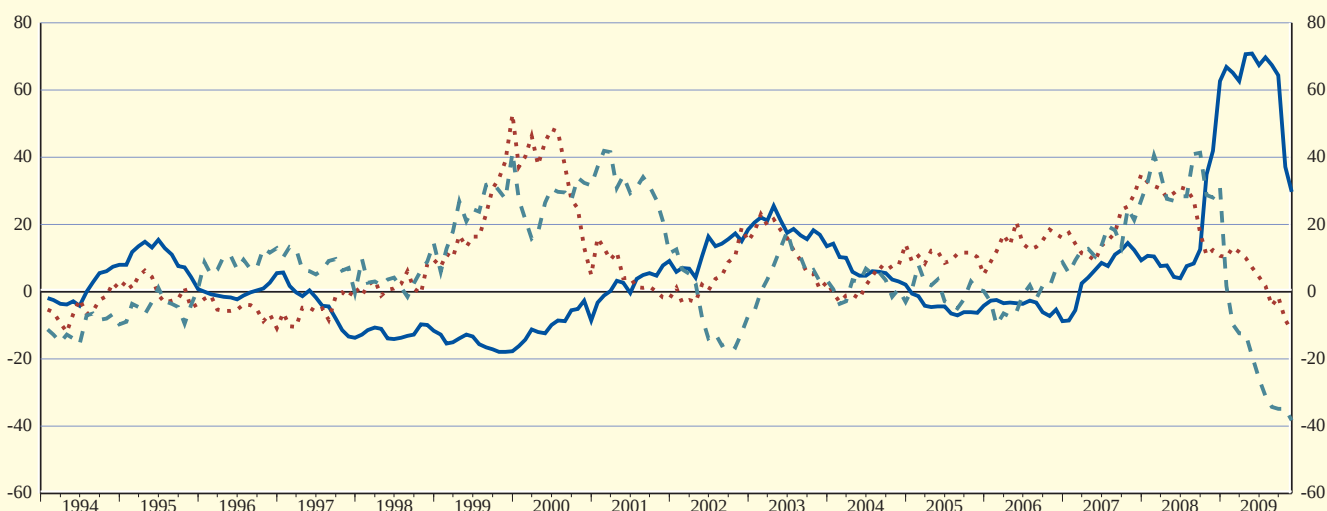
(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
En todas las monedas												
2007	5,1	7,1	17,1	4,0	2,5	6,6	15,8	11,2	37,7	18,6	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,7	4,9	1,5	1,4	12,8	5,6	33,4	7,1	7,6	3,2
2008 IV	3,2	4,5	4,8	5,3	2,3	-0,8	13,0	5,7	33,8	4,5	3,8	10,3
2009 I	6,1	4,9	13,0	12,5	5,3	1,6	15,8	5,3	44,8	0,6	0,8	11,1
II	9,0	6,8	20,3	21,2	7,5	4,8	14,6	3,3	44,1	-1,3	-0,6	19,9
III	10,6	7,2	24,7	28,4	9,0	3,9	11,6	1,0	36,6	-3,4	-1,6	25,1
2009 Jun	10,3	6,9	22,4	25,3	9,1	4,4	12,4	1,3	38,5	-1,3	0,1	23,4
Jul	10,4	6,7	25,8	28,6	8,6	3,9	12,4	1,5	39,3	-3,2	-2,3	23,7
Ago	10,5	7,4	24,7	28,2	8,7	3,5	10,6	0,9	34,1	-3,9	-3,8	25,9
Sep	11,7	8,2	24,6	31,8	10,0	4,4	11,2	0,1	34,7	-5,0	2,9	28,2
Oct	12,7	8,5	26,0	34,1	11,1	6,4	9,6	-1,1	31,6	-4,5	1,3	26,1
Nov	12,5	9,4	25,3	35,2	10,1	7,1	7,1	-1,9	23,8	-4,4	1,7	25,8
En euros												
2007	4,6	6,4	13,7	2,3	2,7	6,7	15,2	10,4	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,7	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2008 IV	3,4	4,7	7,2	3,2	2,5	-1,3	15,4	7,7	36,5	5,2	4,0	9,3
2009 I	6,5	6,1	16,4	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,6	0,9	10,9
II	9,6	8,8	23,4	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,1	-2,0	-0,7	21,7
III	11,3	9,4	26,6	27,4	9,2	3,3	13,8	2,8	39,0	-4,0	-2,4	27,4
2009 Jun	10,9	8,8	24,5	24,1	9,4	3,8	14,9	3,1	41,5	-2,0	-0,2	25,5
Jul	11,0	8,8	27,8	27,4	8,9	3,3	14,8	3,4	41,9	-3,7	-3,0	25,9
Ago	11,2	9,6	26,7	27,5	9,0	2,8	12,6	2,6	36,2	-4,4	-4,9	28,3
Sep	12,3	10,7	25,8	30,6	10,1	3,7	13,3	2,0	36,6	-5,9	1,7	30,5
Oct	13,3	11,0	27,2	33,5	11,2	5,7	11,4	0,5	33,1	-5,4	0,0	26,9
Nov	12,9	11,8	25,6	34,6	10,2	6,8	8,6	-0,6	25,0	-5,1	0,4	25,9

C18 Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)

— AA PP
- - - IFM (incluido Eurosistema)
- - - No IFM



Fuente: BCE.

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

4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro ¹⁾

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

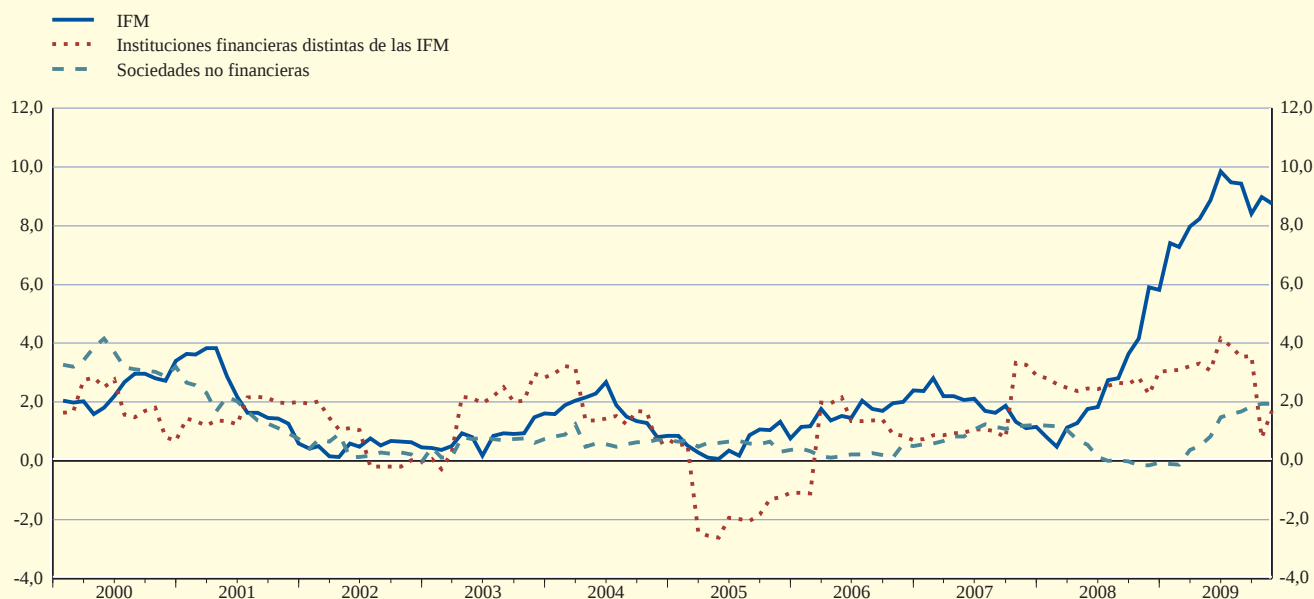
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2001 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 Nov	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	578,6	3,3	5.018,6	1,2
Dic	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,3	1,2
2008 Ene	5.766,2	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,4	1,2
Feb	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
Mar	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
Abr	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,7	0,7
May	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
Jun	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,3	0,1
Jul	4.972,7	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,2	0,0
Ago	4.999,3	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,7	0,0
Sep	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,1	0,0
Oct	3.743,8	105,0	0,7	451,9	4,2	280,2	2,8	3.011,8	-0,1
Nov	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
Dic	3.482,6	105,4	1,0	377,0	5,8	269,1	3,0	2.836,5	-0,1
2009 Ene	3.286,9	105,6	1,1	342,8	7,4	243,9	3,1	2.700,3	-0,1
Feb	2.922,2	105,6	1,1	275,0	7,3	192,4	3,1	2.454,8	-0,1
Mar	3.010,5	106,1	1,5	314,5	8,0	209,7	3,2	2.486,4	0,4
Abr	3.435,6	106,2	1,7	412,8	8,2	256,4	3,3	2.766,4	0,5
May	3.580,6	106,5	2,0	453,2	8,9	262,3	3,1	2.865,1	0,8
Jun	3.530,7	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,2	2.824,3	1,5
Jul	3.815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	3,9	3.027,5	1,6
Ago	4.044,3	107,5	2,7	572,4	9,4	301,0	3,5	3.171,0	1,7
Sep	4.213,3	107,6	2,8	593,0	8,4	327,6	3,6	3.292,7	1,9
Oct	4.085,6	107,8	2,7	568,1	9,0	322,1	0,8	3.195,4	1,9
Nov	4.098,6	108,1	2,7	567,6	8,8	313,5	1,7	3.217,5	1,9

C19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más detalles 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 ¹⁾

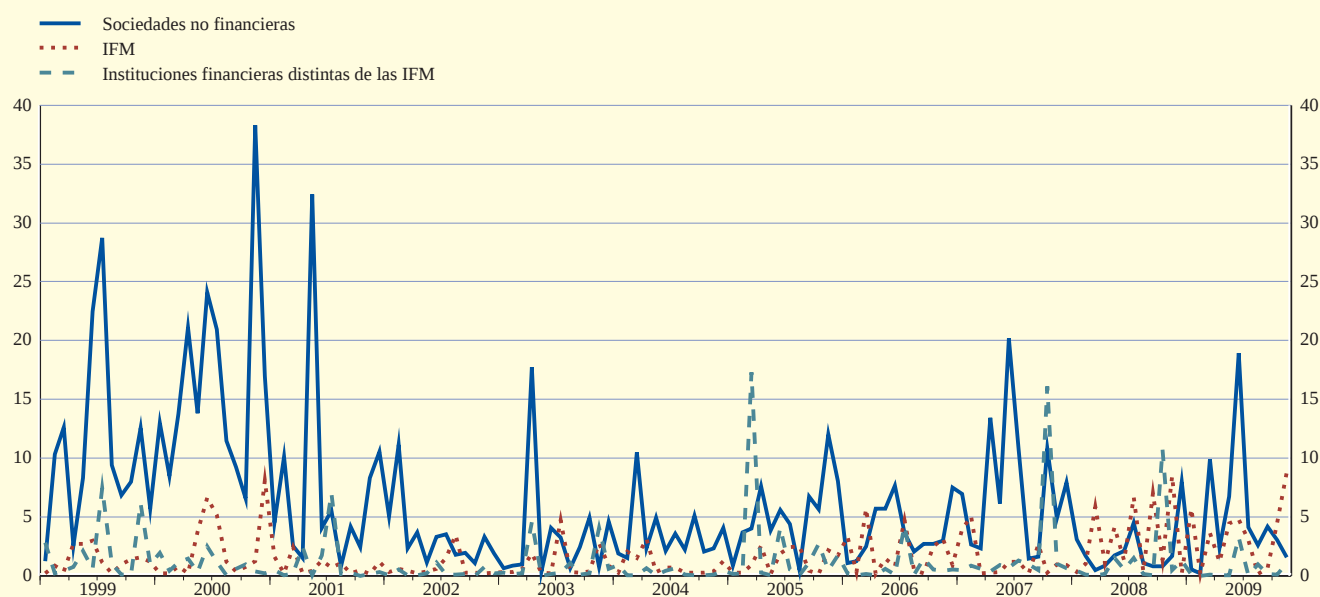
(mm de euros; valores de mercado)

2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Instituciones 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
2007 Nov	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
Dic	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 Ene	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Feb	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
Mar	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
Abr	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
May	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Jun	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Jul	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Ago	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sep	7,8	2,9	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,8	-2,0
Oct	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dic	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 Ene	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
Feb	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
Mar	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,2	0,3	10,9	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,7	0,3	6,5
Jun	27,0	2,0	25,0	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	18,9	1,8	17,2
Jul	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	3,9
Ago	3,6	3,3	0,2	0,0	0,0	0,0	1,0	1,9	-0,9	2,6	1,4	1,2
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9
Oct	7,6	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,0	0,2	2,8
Nov	11,4	0,2	11,2	8,8	0,0	8,8	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4

C20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

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



Fuente: BCE.

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

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⁾

(en porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista ²⁾	A plazo			Disponibles con preaviso ^{2), 3)}		A la vista ²⁾	A plazo			
		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 Dic	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,61	2,87	4,23	4,08	2,63
2009 Ene	1,02	3,28	3,90	3,52	2,88	4,08	1,26	2,24	3,81	3,76	2,05
Feb	0,90	2,62	3,38	3,23	2,49	3,98	1,10	1,61	3,21	3,89	1,55
Mar	0,80	2,24	2,94	3,07	2,31	3,87	0,93	1,36	2,96	3,30	1,23
Abr	0,66	2,01	2,69	2,87	2,22	3,75	0,77	1,15	2,64	3,06	1,12
May	0,61	1,89	2,39	2,71	1,98	3,62	0,74	1,08	2,38	3,11	1,02
Jun	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
Jul	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,56	0,82	2,47	2,93	0,68
Ago	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,54	0,71	2,06	2,93	0,57
Sep	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
Oct	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
Nov	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,10	2,92	0,58

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

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda					Otros fines por fijación inicial del tipo		
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente ⁴⁾	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente ⁴⁾	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 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
2008 Dic	10,45	8,16	7,03	8,39	8,48	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29
2009 Ene	10,14	8,27	7,03	8,63	8,66	4,37	4,77	4,92	5,00	4,86	4,43	5,44	5,23
Feb	10,15	8,06	6,65	8,49	8,35	3,97	4,54	4,80	4,89	4,60	4,08	5,03	5,16
Mar	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
Abr	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,21	4,55	4,68	4,22	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
Jun	9,55	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,54	4,76	4,95
Jul	9,31	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,96	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,21	4,74	4,82
Sep	9,25	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
Oct	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,78	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
Nov	9,08	7,03	6,29	7,87	7,76	2,72	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,56	4,62

3. Tipos de interés aplicados a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Descubiertos en cuenta ²⁾	Otros préstamos hasta 1 millón de euros por fijación inicial del tipo			Otros préstamos superiores a 1 millón de euros por fijación inicial del tipo		
		Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Sin fijación de tipo y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7
2008 Dic	6,24	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009 Ene	5,65	4,73	5,46	5,24	3,52	3,95	4,58
Feb	5,38	4,32	5,24	4,96	3,12	3,51	4,23
Mar	5,08	4,03	5,06	4,74	2,85	3,22	3,87
Abr	4,72	3,82	5,00	4,60	2,54	3,34	4,01
May	4,64	3,73	5,00	4,52	2,48	3,21	3,98
Jun	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
Jul	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
Ago	4,24	3,42	4,67	4,24	2,31	2,80	3,83
Sep	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
Oct	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
Nov	4,12	3,34	4,49	4,10	2,23	2,74	3,80

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) Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.

3) Para esta categoría de instrumentos, los saldos de los hogares y de las sociedades no financieras se consideran de forma conjunta y se asignan al sector hogares, ya que, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes, el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares.

4) La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no sólo un componente de tipos de interés, sino también un componente por los 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 euro¹⁾

(en 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 ^{2),3)}		A la vista ²⁾	A plazo		
		Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses		Hasta 2 años	Más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Dic	1,16	4,41	3,07	2,95	4,17	1,61	4,01	4,30	3,56
2009 Ene	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,26	3,48	4,11	3,09
Feb	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,10	3,17	4,00	2,68
Mar	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,93	2,80	3,87	2,29
Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,77	2,50	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,98	3,62	0,74	2,36	3,70	1,79
Jun	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
Jul	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,56	1,97	3,53	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,90	3,39	1,53
Sep	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
Oct	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
Nov	0,46	2,52	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,27

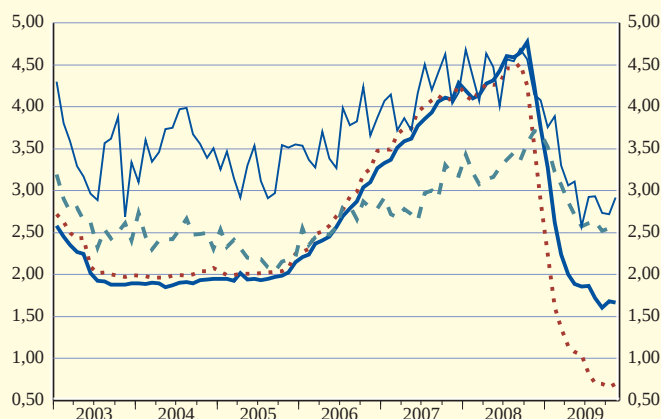
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 y hasta 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Dic	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,71	5,42	5,27
2009 Ene	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,10	4,89	4,89
Feb	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,75	4,59	4,74
Mar	4,92	4,63	4,78	8,43	7,08	6,07	4,40	4,28	4,48
Abr	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,10	3,97	4,25
May	4,59	4,45	4,56	8,09	6,92	5,84	4,00	3,84	4,12
Jun	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,72	4,00
Jul	4,31	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,72	3,59	3,81
Ago	4,23	4,25	4,28	7,81	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
Sep	4,19	4,26	4,25	7,80	6,72	5,63	3,62	3,44	3,68
Oct	4,06	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
Nov	4,03	4,16	4,13	7,57	6,66	5,51	3,53	3,36	3,59

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

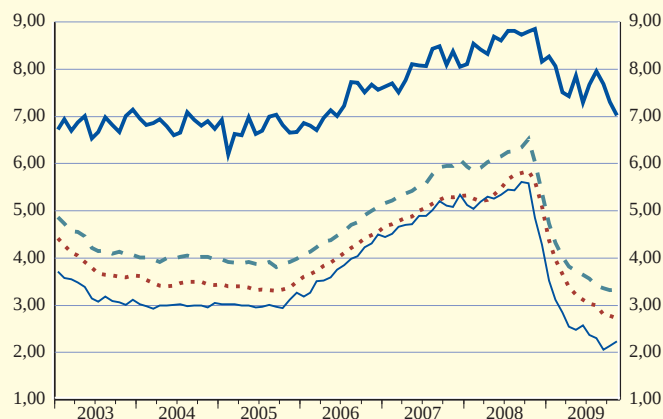
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



C22 Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media 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

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.

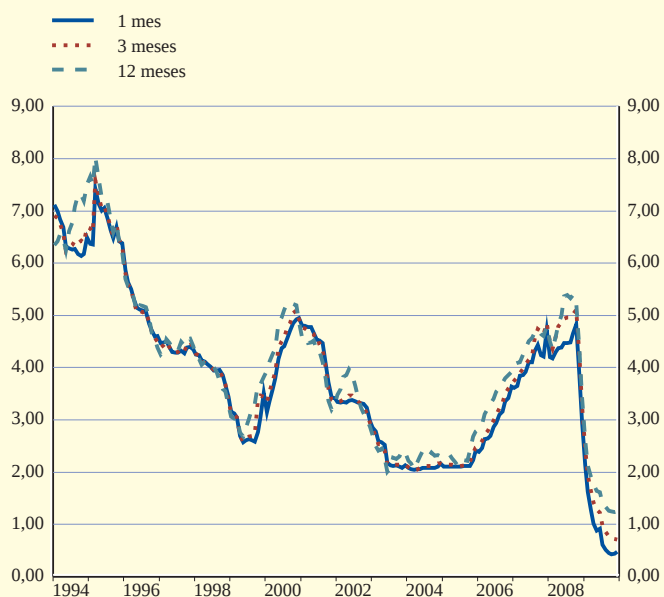
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(en porcentaje; medias del período)

	Zona del euro ^{1), 2)}					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) ¹	Depósitos a 1 mes (EURIBOR) ²	Depósitos a 3 meses (EURIBOR) ³	Depósitos a 6 meses (EURIBOR) ⁴	Depósitos a 12 meses (EURIBOR) ⁵	Depósitos a 3 meses (LIBOR) ⁶	Depósitos a 3 meses (LIBOR) ⁷
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2008 IV	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 I	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
II	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
III	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
IV	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2008 Dic	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 Ene	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
Feb	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
Mar	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
Abr	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
May	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
Jun	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
Jul	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
Ago	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
Sep	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36
Oct	0,36	0,43	0,74	1,02	1,24	0,28	0,33
Nov	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31
Dic	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28

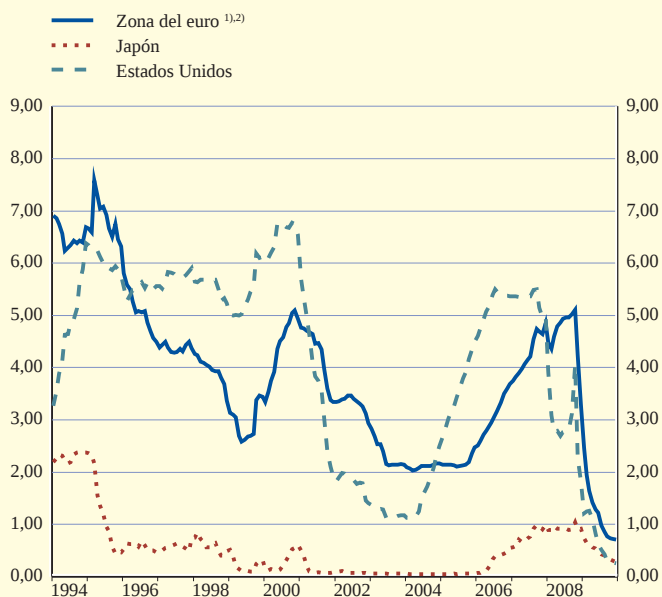
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro ^{1), 2)}

(medias mensuales; en porcentaje)



C24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

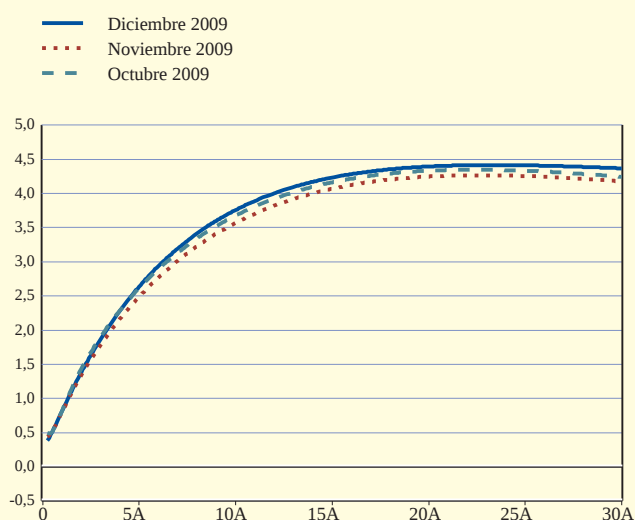
4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro ¹⁾

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

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años- tres meses (diferencial)	Diez años- dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 III	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
2008 IV	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 I	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 II	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2009 III	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
2008 Dic	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Ene	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
2009 Feb	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
2009 Mar	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2009 Abr	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
2009 May	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
2009 Jun	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2009 Jul	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
2009 Ago	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
2009 Sep	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
2009 Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
2009 Nov	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
2009 Dic	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20

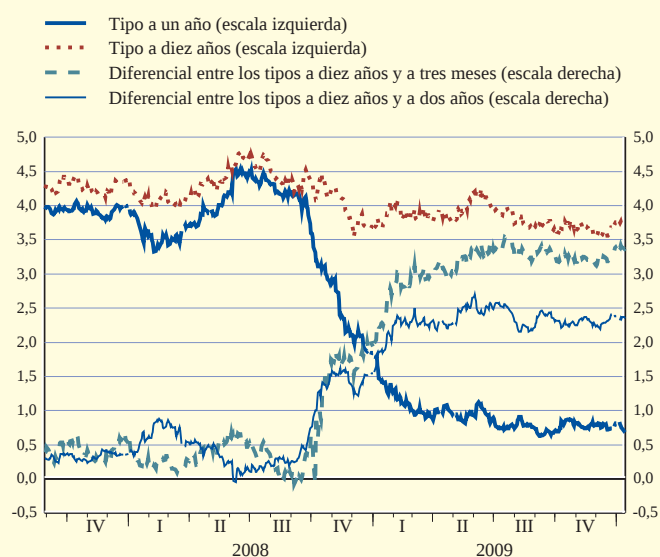
C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)



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.

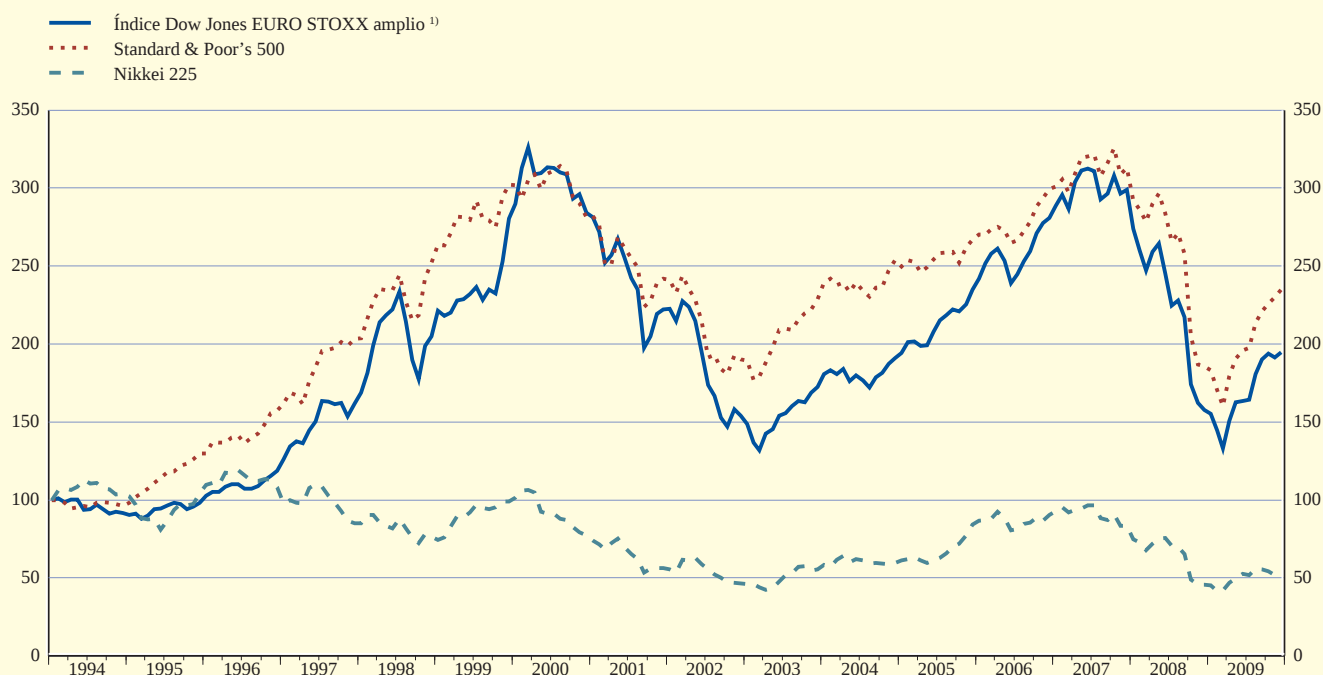
4.8 Índices bursátiles

(niveles del índice en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX ¹⁾												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2008 IV	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 I	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
II	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
III	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,2	10.117,3
IV	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2008 Dic	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 Ene	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
Feb	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
Mar	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
Abr	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
May	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
Jun	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
Jul	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
Ago	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
Sep	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9
Oct	268,7	2.865,5	403,7	150,1	277,5	314,2	216,0	318,4	221,3	375,4	415,0	393,6	1.067,7	10.066,2
Nov	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0
Dic	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0

C27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Índice armonizado de precios de consumo ¹⁾

	Total					Total (d.; variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
			Total, excl. alimentos no elaborados y energía										
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2008 III	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,8	0,8	1,1	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
IV	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,3	0,2	0,3	-8,7	0,5	2,1	3,4
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,3	0,0	-4,9	0,4	0,7	2,9
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,2	0,7	0,4	0,0	1,7
III	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,4	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,1
2009 Jul	107,8	-0,7	1,2	-2,4	1,9	-0,1	0,1	-0,5	0,0	-1,8	0,1	-0,9	1,2
Ago	108,1	-0,2	1,2	-1,5	1,8	0,3	0,1	-0,2	0,1	1,8	0,2	-0,3	1,1
Sep	108,2	-0,3	1,1	-1,8	1,8	-0,1	0,0	0,1	0,0	-1,2	0,1	-0,5	1,0
Oct	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,8
Nov	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	1,4	0,1	0,4	0,8
Dic ⁴⁾	.	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimenticios (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	No energéticos	Energía	Alquileres					
% del total ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2008 III	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3
IV	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2
2009 I	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1
II	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0
III	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
2009 Jun	0,7	1,1	0,0	-2,7	0,6	-11,7	2,1	1,8	2,7	-0,9	2,2	1,9
Jul	0,0	0,8	-1,1	-3,6	0,5	-14,4	2,1	1,8	2,6	-0,8	1,9	2,0
Ago	-0,1	0,6	-1,2	-2,3	0,6	-10,2	2,0	1,8	2,5	-0,7	1,8	2,0
Sep	-0,2	0,5	-1,3	-2,6	0,5	-11,0	2,0	1,8	2,3	-0,3	1,7	2,1
Oct	-0,4	0,3	-1,6	-2,0	0,3	-8,5	1,9	1,6	2,6	-0,3	1,6	2,1
Nov	-0,1	0,5	-1,3	-0,4	0,2	-2,4	1,9	1,7	2,4	-0,7	1,3	2,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estimaciones del BCE basadas en datos de Eurostat; 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 <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html>.
- Ponderaciones para 2009.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información anterior sobre los precios de la energía.

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción ¹⁾	Precios de los inmuebles residenciales ²⁾
	Total (índice: 2005 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo						
						Total	Duradero	No duradero				
% del total ³⁾	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	100,0	4,1	3,1	1,9	2,8	1,2	0,9	1,3	0,8	13,5	3,4	7,5
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,5	1,4	1,5	13,4	4,6	6,5
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,1	4,4
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,7
2008 III	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,7	4,4	21,5	5,2	-
IV	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,4	0,6 ⁴⁾
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,1	2,6	-
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	-0,2	-
III	108,0	-7,8	-7,4	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,6	-
2009 Jun	108,5	-6,5	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,6	-2,9	-14,7	-	-
Jul	107,8	-8,4	-8,2	-4,1	-7,5	0,0	-2,5	1,2	-3,0	-19,8	-	-
Ago	108,3	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,1	-3,1	-16,7	-	-
Sep	108,0	-7,6	-6,9	-4,2	-7,3	-0,5	-2,7	0,7	-3,2	-17,3	-	-
Oct	108,3	-6,6	-5,2	-3,9	-6,4	-0,7	-2,8	0,4	-3,3	-14,2	-	-
Nov	108,4	-4,5	-2,8	-3,1	-4,8	-0,8	-2,4	0,5	-2,7	-9,0	-	-

3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto¹⁾

	Precios del petróleo ⁵⁾ (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB								
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino			Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones ⁸⁾	Impor- taciones ⁸⁾	
		Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios	Total	Alimen- ticios	No alimen- ticios			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
% del total		100,0	35,0	65,0	100,0	44,3	55,7									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006		52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8
2007		52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,5	2,4	2,3	2,3	1,7	2,6	1,6	1,4
2008		65,9	2,1	18,5	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,0	2,2	2,7	2,9	2,8	2,4	2,4	3,7
2009		44,6	-18,6	-9,0	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 IV		43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,4	2,0	2,0	2,2	1,8	1,3	0,4
2009 I		35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,8	1,1	0,3	2,8	0,6	-2,6	-4,4
II		43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,2	1,1	0,1	-0,3	1,6	-0,8	-4,4	-6,8
III		48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,4	0,9	-0,3	-0,7	2,4	-1,5	-5,4	-8,1
IV		51,2	2,7	5,3	1,4	2,3	-1,1	4,9	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 Jul		46,5	-22,9	-15,3	-26,6	-21,6	-14,3	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Ago		51,1	-16,4	-10,9	-19,1	-17,6	-16,2	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Sep		46,9	-17,0	-11,6	-19,6	-17,5	-15,4	-18,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Oct		49,8	-7,3	-1,2	-10,1	-9,3	-10,3	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Nov		52,1	-0,9	3,0	-2,8	-1,0	-3,0	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic		51,6	18,4	14,5	20,5	19,5	10,4	27,1	-	-	-	-	-	-	-	-

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 Financial Datastream (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 detalles, véase <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En el año 2005.

4) Los datos trimestrales para el segundo y cuarto trimestre se refieren a las medidas semestrales de la primera y segunda mitad del año, respectivamente. Dado que algunos datos nacionales sólo están disponibles con periodicidad anual, la estimación semestral se obtiene, en parte, de los resultados anuales; por lo tanto, la exactitud de los datos semestrales es menor que la de los datos anuales.

5) Brent (para entrega en un mes).

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

7) 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 detalles, véase <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

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

5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

4. Costes laborales unitarios, remuneración por asalariado y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
	1	2	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
			3	4	5	6	7	8
Costes laborales unitario ¹⁾								
2005	109,0	1,2	8,5	-0,5	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	1,0	1,3	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0
2007	111,7	1,6	2,6	0,7	4,1	0,7	2,3	1,8
2008	115,4	3,3	0,1	3,6	2,8	3,2	3,1	3,1
2008 III	115,8	3,6	-0,9	4,1	3,0	4,4	3,6	2,5
2008 IV	118,2	4,8	-0,4	9,9	2,5	5,2	2,4	3,2
2009 I	120,3	5,9	0,6	16,5	2,2	6,8	0,3	3,6
2009 II	120,4	4,8	1,3	14,9	0,7	5,5	1,0	2,1
2009 III	119,9	3,5	0,0	9,2	-0,7	3,5	0,0	3,6
Remuneración por asalariado								
2005	112,3	2,0	2,6	1,9	2,2	1,9	2,3	1,9
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7
2007	117,8	2,5	4,1	2,8	2,7	2,1	2,5	2,5
2008	121,6	3,2	3,3	3,1	4,5	2,7	2,5	3,7
2008 III	122,1	3,6	3,5	3,2	5,0	3,9	3,0	3,5
2008 IV	122,8	3,0	3,0	2,9	4,4	2,9	2,0	3,5
2009 I	122,7	1,9	3,2	0,3	3,4	2,2	0,7	3,2
2009 II	123,2	1,6	3,6	0,0	3,8	1,9	1,9	1,9
2009 III	123,8	1,4	2,8	0,2	3,0	0,5	1,4	2,9
Productividad del trabajo ²⁾								
2005	103,1	0,7	-5,5	2,4	-1,1	1,3	0,2	-0,2
2006	104,5	1,4	1,8	3,9	0,1	1,2	0,1	-0,3
2007	105,5	1,0	1,4	2,1	-1,4	1,4	0,2	0,7
2008	105,4	-0,1	3,2	-0,5	1,6	-0,5	-0,6	0,6
2008 III	105,5	-0,1	4,4	-0,9	1,9	-0,5	-0,6	1,0
2008 IV	103,8	-1,7	3,4	-6,4	1,8	-2,2	-0,4	0,3
2009 I	102,0	-3,8	2,5	-13,9	1,2	-4,3	0,4	-0,4
2009 II	102,4	-3,1	2,3	-12,9	3,0	-3,4	0,9	-0,2
2009 III	103,3	-2,0	2,8	-8,3	3,7	-2,9	1,4	-0,7

5. Costes laborales por hora ³⁾

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados ⁴⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total ⁵⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	92,2	2,1	2,2	2,0	2,1	1,6	2,3	2,1
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,4	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,5	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	99,9	3,4	3,5	3,3	3,8	4,2	3,1	3,2
2008 III	100,5	3,5	3,6	3,5	2,9	3,7	3,8	3,4
2008 IV	101,7	4,4	4,3	4,9	6,2	5,1	3,3	3,6
2009 I	102,3	3,8	3,7	4,5	6,2	3,4	2,6	3,2
2009 II	103,3	4,3	4,2	4,6	6,1	3,8	3,5	2,8
2009 III	103,8	3,2	3,1	3,6	5,4	2,9	2,0	2,3

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1 y columna 7 del cuadro 5 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 el valor añadido (en términos reales) por ocupado.

2) Valor añadido (en términos reales) por ocupado.

3) Costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no concuerden con el total.

4) Datos experimentales (para más detalles, véase <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5) En el año 2008.

5.2 Producto y demanda

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; datos desestacionalizados)									
2005	8.140,6	8.021,3	4.666,2	1.664,2	1.683,1	7,9	119,2	3.094,0	2.974,7
2006	8.558,9	8.461,2	4.870,0	1.733,2	1.831,2	26,7	97,7	3.451,6	3.353,9
2007	9.005,7	8.864,7	5.062,2	1.803,4	1.968,5	30,6	141,0	3.732,8	3.591,8
2008	9.259,6	9.162,9	5.228,8	1.892,1	2.001,8	40,2	96,8	3.858,7	3.761,9
2008 III	2.324,7	2.309,6	1.316,9	474,7	504,0	14,0	15,1	984,0	968,9
IV	2.294,7	2.281,4	1.304,6	480,7	481,8	14,3	13,3	900,6	887,3
2009 I	2.239,7	2.231,4	1.288,3	487,8	453,5	1,8	8,3	801,3	793,0
II	2.238,4	2.218,8	1.292,1	493,2	444,3	-10,7	19,6	783,0	763,4
III	2.251,9	2.232,4	1.294,1	498,2	439,8	0,3	19,4	805,4	785,9
porcentaje del PIB									
2008	100,0	99,0	56,5	20,4	21,6	0,4	1,0	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados) ³⁾									
tasas de variación intertrimestral									
2008 III	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,2	-	-	-1,3	0,0
IV	-1,9	-0,8	-0,5	0,6	-4,0	-	-	-7,2	-4,8
2009 I	-2,5	-2,0	-0,4	0,6	-5,4	-	-	-8,6	-7,4
II	-0,1	-0,7	0,1	0,6	-1,6	-	-	-1,2	-2,8
III	0,4	0,4	-0,1	0,6	-0,8	-	-	3,1	3,0
tasas de variación interanual									
2005	1,7	1,9	1,8	1,6	3,2	-	-	5,1	5,8
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,5	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,8	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,4	2,0	-0,4	-	-	1,0	1,0
2008 III	0,4	0,4	0,0	2,1	-0,6	-	-	1,0	0,9
IV	-1,8	-0,5	-0,7	2,4	-5,8	-	-	-6,9	-4,0
2009 I	-5,0	-3,2	-1,3	2,5	-11,5	-	-	-16,6	-12,8
II	-4,8	-3,4	-0,9	2,5	-11,7	-	-	-17,2	-14,3
III	-4,0	-3,2	-1,0	2,5	-11,4	-	-	-13,5	-11,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales									
2008 III	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,5	-	-
IV	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,9	0,2	-1,1	-	-
2009 I	-2,5	-2,0	-0,2	0,1	-1,1	-0,8	-0,5	-	-
II	-0,1	-0,7	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales									
2005	1,7	1,8	1,1	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 III	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	-	-
IV	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,6	-1,3	-	-
2009 I	-5,0	-3,2	-0,7	0,5	-2,5	-0,5	-1,8	-	-
II	-4,8	-3,4	-0,5	0,5	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
III	-4,0	-3,2	-0,6	0,5	-2,5	-0,6	-0,9	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio 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) Incluidas las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 3) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

5.2 Producto y demanda

2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)							Impuestos netos de subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Interm. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)								
2005	7.295,9	143,7	1.481,7	439,8	1.541,3	2.018,4	1.671,1	844,7
2006	7.645,0	141,2	1.563,3	476,3	1.598,0	2.134,6	1.731,6	913,9
2007	8.046,8	151,7	1.638,9	509,3	1.672,7	2.271,0	1.803,1	959,0
2008	8.313,6	146,7	1.660,2	533,3	1.726,8	2.364,6	1.882,1	946,0
2008 III	2.087,5	35,9	418,0	134,8	433,8	594,0	471,0	237,2
2008 IV	2.064,5	34,9	395,7	132,0	428,8	594,9	478,2	230,2
2009 I	2.016,1	34,4	359,1	130,4	417,9	589,7	484,7	223,5
2009 II	2.016,2	33,4	353,2	129,3	418,6	592,5	489,2	222,2
2009 III	2.029,8	32,4	361,1	128,9	420,2	594,7	492,4	222,1
porcentaje del valor añadido								
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados) ¹⁾								
tasas de variación intertrimestral								
2008 III	-0,4	0,3	-1,8	-1,4	-0,4	-0,1	0,5	-0,2
2008 IV	-1,9	0,3	-6,4	-1,8	-2,0	-0,6	0,3	-2,0
2009 I	-2,5	-0,3	-8,3	-1,0	-2,8	-0,7	-0,1	-2,5
2009 II	-0,2	-0,2	-1,5	-0,7	-0,1	0,1	0,7	0,3
2009 III	0,4	0,4	2,3	-0,8	0,2	-0,1	0,1	0,8
tasas de variación interanual								
2005	1,7	-6,1	1,3	1,6	2,0	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	0,0	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	-0,1	2,4	2,3	3,4	4,3	2,0	0,9
2008	0,9	1,7	-0,6	-0,6	0,8	1,7	1,6	-1,2
2008 III	0,6	2,8	-1,0	-1,0	0,4	1,3	1,8	-1,5
2008 IV	-1,7	2,2	-7,6	-3,4	-2,0	0,2	1,5	-2,6
2009 I	-4,9	0,1	-16,6	-5,9	-5,5	-1,0	1,1	-5,6
2009 II	-4,9	0,1	-17,1	-4,7	-5,1	-1,2	1,3	-4,4
2009 III	-4,1	0,1	-13,6	-4,2	-4,6	-1,3	1,0	-3,5
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales								
2008 III	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
2008 IV	-1,9	0,0	-1,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
2009 II	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-
2009 III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales								
2005	1,7	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,3	-
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,1	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2008 III	0,6	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,4	-
2008 IV	-1,7	0,0	-1,5	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
2009 I	-4,9	0,0	-3,4	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-
2009 II	-4,9	0,0	-3,5	-0,3	-1,1	-0,3	0,3	-
2009 III	-4,1	0,0	-2,7	-0,3	-1,0	-0,4	0,2	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos anuales no están ajustados por días laborables.

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 ¹⁾	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	3,0	4,7	2,7	0,6	3,5
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,1
2008	-2,2	106,3	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2008 IV	-8,9	98,6	-8,9	-9,2	-9,4	-13,3	-8,4	-4,7	-11,9	-3,5	-4,1	-8,1
2009 I	-17,0	90,3	-18,5	-20,2	-20,7	-25,4	-23,9	-7,4	-19,8	-5,5	-4,5	-10,3
II	-16,7	89,2	-18,6	-19,5	-19,9	-24,3	-24,2	-6,0	-21,3	-3,4	-8,9	-7,4
III	-13,8	91,2	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,2	-1,9	-6,3	-9,5
2009 May	-16,2	89,2	-17,8	-18,7	-18,9	-23,4	-23,0	-5,4	-19,9	-2,8	-7,5	-8,7
Jun	-15,2	90,1	-16,7	-17,8	-18,3	-22,2	-22,2	-5,3	-23,6	-2,3	-6,2	-7,6
Jul	-15,1	90,5	-15,8	-16,9	-17,8	-20,2	-23,5	-4,0	-20,4	-1,3	-5,6	-10,2
Ago	-14,7	91,5	-15,1	-16,1	-16,1	-19,4	-22,0	-5,4	-19,5	-3,8	-6,1	-10,8
Sep	-12,0	91,8	-12,7	-13,1	-13,7	-15,7	-18,3	-2,8	-15,3	-0,9	-7,3	-7,8
Oct	-10,6	91,5	-10,9	-11,5	-12,1	-12,2	-16,7	-4,5	-14,3	-2,8	-6,0	-6,8
	tasa de variación intermensual (d.)											
2009 May	0,5	-	1,1	1,0	1,0	1,3	1,2	0,3	-2,3	0,6	1,8	-2,0
Jun	0,7	-	1,0	0,9	-0,2	0,6	0,2	-0,2	-3,5	0,2	1,8	-0,1
Jul	-0,2	-	0,4	0,4	-0,2	1,2	-1,3	0,5	0,9	0,4	0,5	-1,7
Ago	0,6	-	1,1	1,4	1,1	0,9	1,6	-0,4	5,7	-1,1	0,2	0,0
Sep	0,5	-	0,3	0,6	0,0	0,8	1,6	0,2	-4,8	0,8	-1,6	-0,7
Oct	-0,6	-	-0,3	-0,6	-0,3	1,1	-0,3	-1,4	-1,2	-1,3	0,4	-0,3

4. Nuevos pedidos, cifra de negocios, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera ²⁾ (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes							
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentos, bebidas y tabaco	No alimenticios			Total (d.; miles) ³⁾	Total
										Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar		
% del total ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	110,7	10,3	108,3	8,0	3,3	102,5	2,4	1,0	3,5	3,1	5,3	975	2,4
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,2	4,0	3,0	968	-0,5
2008	113,4	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,5	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2008 IV	94,6	-22,3	107,1	-7,5	-0,4	102,7	-1,7	-2,4	-1,1	-3,1	-2,7	825	-17,4
2009 I	83,1	-31,8	95,1	-21,6	-2,8	102,0	-2,7	-3,7	-1,9	-0,5	-6,1	828	-12,6
II	84,5	-30,6	94,1	-23,2	-2,8	101,6	-2,0	-1,6	-2,2	-2,0	-5,3	933	-0,2
III	91,1	-21,4	96,0	-18,8	-3,2	101,2	-1,8	-1,4	-2,2	-2,7	-2,9	961	9,6
2009 Jun	86,5	-25,8	93,7	-20,4	-2,8	101,5	-1,7	-1,6	-1,5	-1,7	-4,5	974	11,6
Jul	90,3	-24,9	95,0	-20,6	-2,6	101,5	-1,2	-1,7	-1,1	0,3	-3,3	977	6,8
Ago	90,8	-23,2	96,9	-18,8	-3,2	101,3	-1,8	-0,8	-2,6	-4,2	-2,9	935	14,5
Sep	92,3	-16,4	96,1	-16,9	-3,8	100,9	-2,5	-1,9	-3,0	-4,7	-2,4	972	9,6
Oct	90,4	-14,4	96,5	-16,4	-1,9	101,2	-0,6	-1,6	-0,2	2,5	-0,5	984	10,8
Nov	.	.	.	.	-3,3	100,0	-3,4	-2,8	-4,0	.	.	979	33,6
	tasa de variación intermensual (d.)												
2009 Jul	-	4,4	-	1,4	-0,1	-	0,0	-0,3	0,2	1,3	0,3	-	0,2
Ago	-	0,5	-	2,0	-0,2	-	-0,2	0,6	-0,8	-2,6	-0,1	-	-4,3
Sep	-	1,6	-	-0,8	-0,5	-	-0,4	-0,7	-0,2	0,4	0,1	-	4,1
Oct	-	-2,1	-	0,4	0,3	-	0,3	-0,3	0,6	2,3	0,4	-	1,2
Nov	-	.	-	.	-0,7	-	-1,1	-0,3	-1,6	.	.	-	-0,5

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) En el año 2005.

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

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

5.2 Producto y demanda

(Saldos netos ¹⁾, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico ²⁾ (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) 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
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2009	76,1	-29	-56	14	-15	.	-25	-7	-26	55	-10
2008 IV	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 I	65,7	-36	-56	20	-31	72,5	-33	-11	-41	64	-14
II	70,2	-33	-62	18	-21	70,0	-28	-9	-34	59	-11
III	79,9	-26	-58	12	-9	70,1	-21	-5	-20	51	-9
IV	88,7	-19	-50	7	1	.	-17	-3	-11	48	-7
2009 Jul	76,0	-30	-61	14	-13	69,6	-23	-6	-23	53	-10
Ago	80,8	-25	-56	13	-8	-	-22	-5	-21	53	-9
Sep	82,8	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10
Oct	86,1	-21	-53	8	-2	70,7	-18	-3	-12	48	-8
Nov	88,8	-19	-51	8	2	-	-17	-3	-10	50	-7
Dic	91,3	-16	-47	5	4	-	-16	-3	-10	46	-5

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Expectativas de creación de empleo	Total ⁴⁾	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total ⁴⁾	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2008 IV	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-32	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-19	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-20	10	-7	-4	-8	-8	3
2009 Jul	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-24	-19	-9
Ago	-32	-40	-23	-14	-20	10	-12	-11	-16	-10	-5
Sep	-30	-42	-19	-15	-21	11	-14	-9	-15	-10	-2
Oct	-29	-42	-16	-15	-24	10	-12	-7	-10	-10	0
Nov	-26	-39	-14	-11	-19	10	-4	-4	-7	-8	4
Dic	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5

Fuente: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período 1990 a 2008.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

5.3 Mercado de trabajo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Ocupados

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Millones (d.)		Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,875	1,0	1,0	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,168	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,728	1,8	1,9	0,8	-1,5	0,3	3,8	2,0	4,0	1,2
2008	147,816	0,7	0,9	-0,3	-1,4	-0,1	-2,2	1,3	2,3	1,0
2008 III	147,794	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	2,0	0,8
IV	147,261	0,0	0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,3
2009 I	146,200	-1,2	-1,0	-2,3	-2,3	-3,0	-7,2	-1,2	-1,2	1,6
II	145,499	-1,8	-1,7	-2,2	-2,3	-4,7	-7,5	-1,8	-2,1	1,7
III	144,788	-2,1	-2,0	-2,4	-2,8	-6,1	-7,8	-1,7	-2,5	1,7
tasa de variación intertrimestral (d.)										
2008 III	-0,352	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,9	-0,1	0,0	0,2
IV	-0,533	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	-1,1	-2,2	-0,4	-0,5	0,6
2009 I	-1,062	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
II	-0,700	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,8	-1,4	-0,4	-0,7	0,6
III	-0,712	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-1,6	-2,0	-0,1	-0,5	0,3

2. Parados

(datos desestacionalizados)

	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 ²⁾	100,0		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,710	9,0	10,668	7,9	3,042	17,5	6,914	8,1	6,796	10,0
2006	12,876	8,3	10,053	7,3	2,823	16,4	6,387	7,5	6,489	9,4
2007	11,673	7,5	9,124	6,6	2,549	14,9	5,736	6,7	5,937	8,5
2008	11,891	7,6	9,263	6,6	2,627	15,4	5,999	6,9	5,892	8,3
2008 III	11,938	7,6	9,284	6,6	2,654	15,6	6,059	7,0	5,879	8,3
IV	12,677	8,0	9,867	7,0	2,810	16,6	6,554	7,6	6,123	8,6
2009 I	13,878	8,8	10,812	7,7	3,067	18,2	7,347	8,5	6,531	9,2
II	14,721	9,3	11,493	8,1	3,228	19,3	7,907	9,1	6,814	9,5
III	15,247	9,7	11,934	8,4	3,313	20,0	8,252	9,6	6,995	9,8
2009 Jun	14,896	9,4	11,658	8,2	3,238	19,5	8,012	9,3	6,884	9,6
Jul	15,071	9,5	11,805	8,4	3,265	19,8	8,135	9,4	6,935	9,7
Ago	15,215	9,6	11,911	8,4	3,304	20,0	8,219	9,5	6,996	9,8
Sep	15,454	9,8	12,084	8,6	3,370	20,3	8,400	9,7	7,054	9,9
Oct	15,610	9,9	12,154	8,6	3,457	20,8	8,478	9,8	7,132	10,0
Nov	15,712	10,0	12,215	8,7	3,497	21,0	8,564	9,9	7,147	10,0

Fuente: Eurostat.

1) Los datos de ocupados se basan en el SEC 95. Los datos de parados siguen las recomendaciones de la OIT.

2) En el año 2008.

3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.

4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ⁽²⁾
		Impuest. directos		Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital			
		Hogares												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

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	Pagos sociales	Subvenciones		Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE			
														Pagadas por inst. de la UE	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7	
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8	
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2	
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8	
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4	
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4	
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8	
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1	
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,9	

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/ superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							Consumo público colectivo	Consumo público individual
	Total	Estado	Admón. Regional	Admón. Local	Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)			
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12		
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6	
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7	
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0	
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2	
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1	
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3	
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2	
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1	
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3	

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

	BE	DE	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
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,2	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,9	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,3	-2,6	0,5	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,3	-3,7	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,2	0,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,2	-7,7	-4,1	-3,4	-2,7	0,9	2,5	-4,7	0,7	-0,4	-2,7	-1,8	-2,3	4,5

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

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, los empleos y los déficits/superávits 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 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				
		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
1999	72,0	2,9	14,5	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,3
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,0	22,1	12,3	9,6	25,2
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	41,8	20,6	11,0	10,2	26,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,0	19,4	10,6	10,0	28,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,3	19,6	11,0	8,6	29,8
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	37,5	18,5	10,7	8,3	31,9
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,2	35,5	17,2	11,1	7,1	34,6
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,4	9,4	7,0	34,4
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,8	8,6	6,7	33,9
2008	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4	32,5	17,2	8,2	7,1	36,8

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

	Total	Emitido por ⁴⁾				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Estado	Admón. Regional	Admón. Local	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
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,6	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,2	22,7	29,1	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,1	4,5	17,8	22,2	29,3	68,6	0,7

3. Países de la zona del euro

	BE	DE	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
2005	92,1	68,0	27,6	100,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,2	51,8	63,9	63,6	27,0	34,2	41,8
2006	88,1	67,6	25,0	97,1	39,6	63,7	106,5	64,6	6,6	63,6	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,3
2007	84,2	65,0	25,1	95,6	36,1	63,8	103,5	58,3	6,6	62,0	45,5	59,5	63,6	23,3	29,3	35,2
2008	89,8	65,9	44,1	99,2	39,7	67,4	105,8	48,4	13,5	63,8	58,2	62,6	66,3	22,5	27,7	34,1

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda de los países.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP en valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los datos son, en parte, estimaciones.
- 2) Tenedores residentes 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⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación				Instrumentos financieros			Sector tenedor			
		Necesidades de financiación ²⁾	Efectos de valoración ³⁾	Otras variaciones en volumen ⁴⁾	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ⁵⁾	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1,1	1,2	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,2
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,1	2,5
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,0	0,2	-0,3	1,1
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	1,3	0,9	-0,2	3,8

2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Déficit (-) / superávit (+) ⁷⁾	Ajuste entre déficit y deuda ⁸⁾											
			Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP						Efectos de valoración	Efectos tipos de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros ⁹⁾	
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores distintos de acciones ¹⁰⁾	Acciones y otras particip.	Privatizaciones					Inyecciones de capital
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son, en parte, estimaciones. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- Las necesidades de financiación son, por definición, iguales 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 (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 a cobrar/pagar y derivados financieros).
- Excluye derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales ¹⁾

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal ²⁾
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2003 II	45,8	44,3	11,9	12,7	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,4
III	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
IV	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 I	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
II	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
II	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
III	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
IV	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	41,9	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
III	43,7	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
IV	49,4	48,8	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
II	45,8	45,4	12,8	13,5	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,6
2008 I	42,2	41,9	10,6	12,9	14,8	1,7	1,0	0,3	0,2	38,6
II	45,1	44,7	12,8	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,7	11,8	12,4	15,1	1,9	0,8	0,4	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,0	0,5	0,3	43,6
2009 I	42,2	42,0	10,5	12,4	15,5	1,8	1,0	0,2	0,2	38,7
II	44,6	44,0	11,7	12,5	15,6	2,0	1,4	0,6	0,5	40,3

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total 1	Remuneración de asalariados 2	Consumo intermedio 3	Intereses 4	Transf. corrientes 5	Beneficios sociales 6	Subvenciones 7	Inversión 9	Transf. de capital 10	11		
2003 II	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
III	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
IV	51,0	46,2	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 I	46,4	43,0	10,3	4,6	3,2	24,9	21,3	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
II	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
III	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,1
IV	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
II	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
III	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,3
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,5	2,9	24,6	21,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	3,2	2,3	1,0	0,0	3,1
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,3
IV	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,3	41,2	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
II	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	3,2	2,3	0,8	1,2	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,0
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	5,1	3,4	1,8	-0,6	2,2
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	2,9	24,2	20,5	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,5
II	45,3	41,9	10,1	4,9	3,1	23,7	20,6	3,4	2,3	1,1	-0,2	3,0
III	45,4	41,9	9,7	4,8	3,0	24,4	21,2	3,5	2,5	1,1	-2,3	0,7
IV	51,8	46,7	11,0	6,1	2,8	26,9	23,0	5,1	3,4	1,7	-3,0	-0,2
2009 I	48,3	44,9	10,6	5,2	2,9	26,2	22,3	3,4	2,1	1,2	-6,1	-3,1
II	49,7	45,9	10,8	5,5	3,2	26,4	23,0	3,9	2,6	1,2	-5,1	-2,0

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-16. Los recursos, empleos y déficits/superávits se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.

2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda

1. Zona del euro – Deuda según los criterios Maastricht por instrumento financiero ¹⁾

	Total	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo
	1	2	3	4	5
2006 III	69,9	2,5	11,6	4,7	51,1
IV	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,6	2,1	11,0	5,1	49,4
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 I	66,9	2,1	11,1	5,0	48,7
II	67,2	2,1	11,0	4,9	49,1
III	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
IV	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4
2009 I	72,7	2,3	11,0	7,9	51,5
II	75,8	2,3	11,5	8,4	53,5

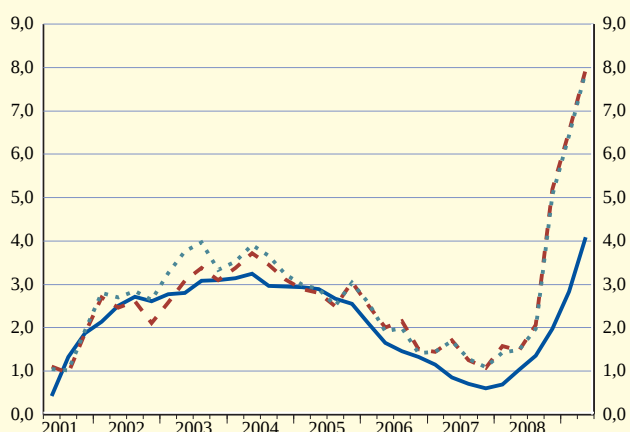
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda	Deficit (-)/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
2006 III	1,2	-1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,2	0,9
IV	-2,9	-1,0	-3,9	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 I	4,4	-2,1	2,3	2,0	1,0	0,0	0,6	0,2	-0,7	1,0	5,1
II	4,2	1,2	5,3	5,0	4,1	0,0	0,6	0,4	0,6	-0,3	3,5
III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	0,1	0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,7
IV	-3,4	-0,6	-3,9	-2,8	-1,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-1,0	-3,3
2008 I	6,3	-2,5	3,8	3,1	1,9	0,0	0,9	0,3	-0,1	0,7	6,3
II	3,7	-0,2	3,5	3,4	1,8	0,3	1,1	0,1	0,0	0,0	3,7
III	1,9	-2,3	-0,5	-0,9	-1,6	0,0	0,1	0,6	0,5	0,0	1,4
IV	8,9	-3,0	5,9	6,5	1,1	2,6	0,8	2,0	0,1	-0,7	8,8
2009 I	11,9	-6,1	5,8	5,4	4,8	-0,1	-0,2	0,9	-0,3	0,7	12,2
II	9,3	-5,1	4,2	3,4	1,9	-0,8	1,0	1,2	-0,2	1,0	9,6

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

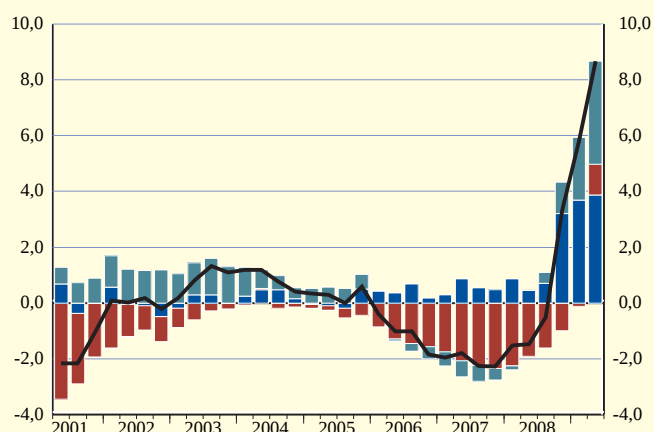
— Deficit
- - - Variaciones de la deuda
... Necesidad de financiación



C29 Deuda según los criterios Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

■ Ajuste entre déficit y deuda
■ Déficit/superávit primario
■ Crecimiento/diferencial de tipos de interés
— Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.



OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

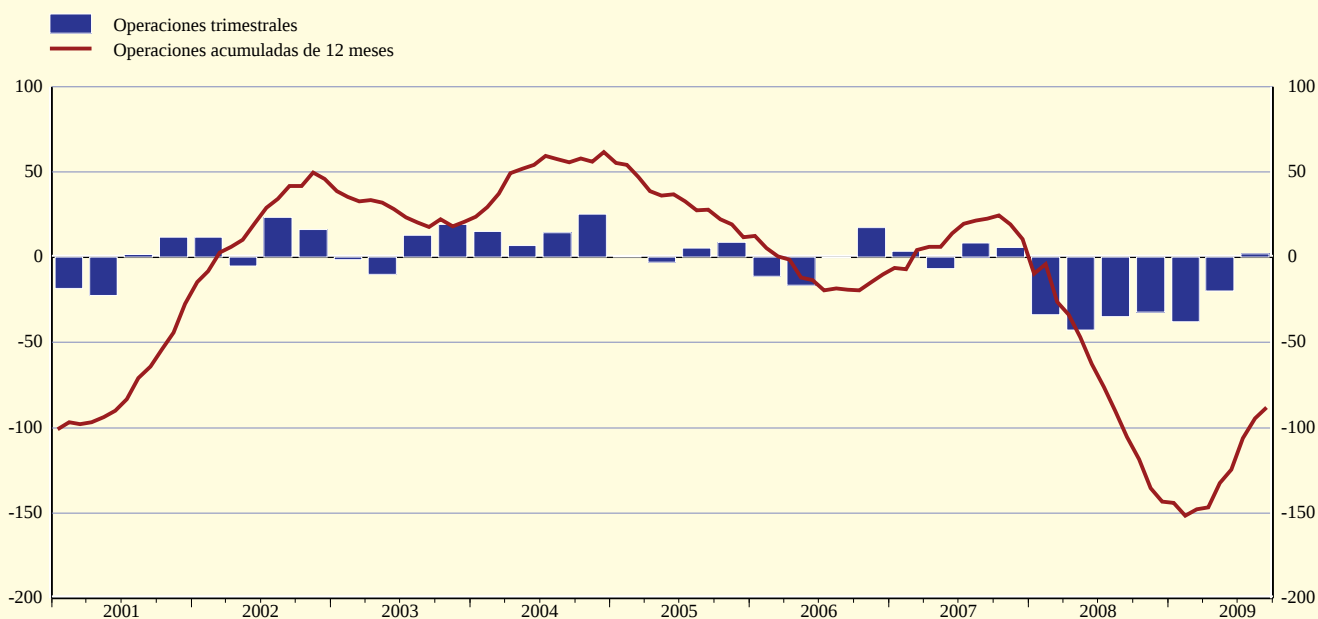
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(mm de euros; operaciones 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	Renta	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
2006	-10,2	10,7	41,6	17,3	-79,8	9,1	-1,1	-9,1	-160,2	188,7	-0,6	-35,7	-1,3	10,2
2007	10,6	46,0	48,3	2,8	-86,4	5,0	15,7	-1,2	-72,9	151,3	-64,6	-9,9	-5,1	-14,4
2008	-143,3	-11,4	40,6	-74,4	-98,1	10,0	-133,3	163,9	-189,0	350,5	-65,7	72,1	-3,9	-30,7
2008 III	-34,7	-10,4	12,9	-12,8	-24,4	1,7	-32,9	58,3	-23,6	114,7	-8,2	-26,1	1,6	-25,4
IV	-32,2	-1,9	7,1	-11,7	-25,7	1,7	-30,5	41,5	-61,1	152,7	-13,3	-36,1	-0,5	-11,0
2009 I	-38,0	-7,7	0,5	-2,3	-28,4	1,4	-36,6	55,8	-58,8	129,9	-5,3	-15,7	5,7	-19,1
II	-19,8	12,5	7,4	-24,7	-15,0	2,4	-17,4	10,2	-0,6	98,1	20,3	-105,3	-2,4	7,3
III	1,9	13,5	11,4	-1,4	-21,6	1,4	3,2	-4,8	-14,9	96,6	0,0	-86,3	-0,2	1,6
2008 Oct	-9,1	3,2	1,4	-2,7	-11,0	0,2	-9,0	12,8	-4,8	101,1	0,6	-76,2	-8,0	-3,8
Nov	-17,4	-4,8	1,9	-5,3	-9,2	1,6	-15,8	12,7	-53,5	50,2	-10,3	26,7	-0,4	3,2
Dic	-5,7	-0,2	3,8	-3,8	-5,5	-0,1	-5,7	16,1	-2,8	1,4	-3,7	13,4	7,9	-10,3
2009 Ene	-24,0	-10,6	0,2	-3,2	-10,4	0,2	-23,8	31,8	-22,8	-6,4	3,4	52,4	5,3	-8,0
Feb	-5,4	-0,1	0,4	0,0	-5,6	0,5	-4,9	11,2	-11,7	67,3	-1,3	-44,3	1,2	-6,3
Mar	-8,6	3,0	-0,2	0,9	-12,3	0,7	-7,9	12,7	-24,3	69,0	-7,3	-23,8	-0,8	-4,9
Abr	-10,2	4,0	1,8	-7,8	-8,1	1,9	-8,2	16,1	4,8	18,2	8,9	-16,0	0,1	-7,9
May	-13,2	2,0	3,1	-12,2	-6,1	0,2	-13,0	5,3	6,0	37,9	9,2	-45,5	-2,2	7,7
Jun	3,5	6,5	2,5	-4,7	-0,8	0,2	3,8	-11,2	-11,4	42,0	2,3	-43,8	-0,4	7,5
Jul	10,1	12,6	4,4	-0,4	-6,6	0,6	10,7	-9,7	8,5	-3,0	7,7	-19,9	-3,0	-1,0
Ago	-3,5	-1,0	3,2	2,0	-7,7	0,7	-2,8	-5,5	2,8	46,1	-6,1	-48,5	0,2	8,4
Sep	-4,7	1,9	3,8	-3,1	-7,3	0,1	-4,6	10,4	-26,2	53,5	-1,6	-17,9	2,6	-5,8
Oct	-3,9	7,5	2,8	0,4	-14,6	0,3	-3,6	14,4	-1,5	19,2	0,8	-3,5	-0,6	-10,8
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2009 Oct	-82,9	20,8	27,7	-37,1	-94,3	6,9	-76,0	104,3	-132,1	395,4	1,9	-170,7	9,8	-28,3

C30 Cuenta corriente

(mm de euros)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

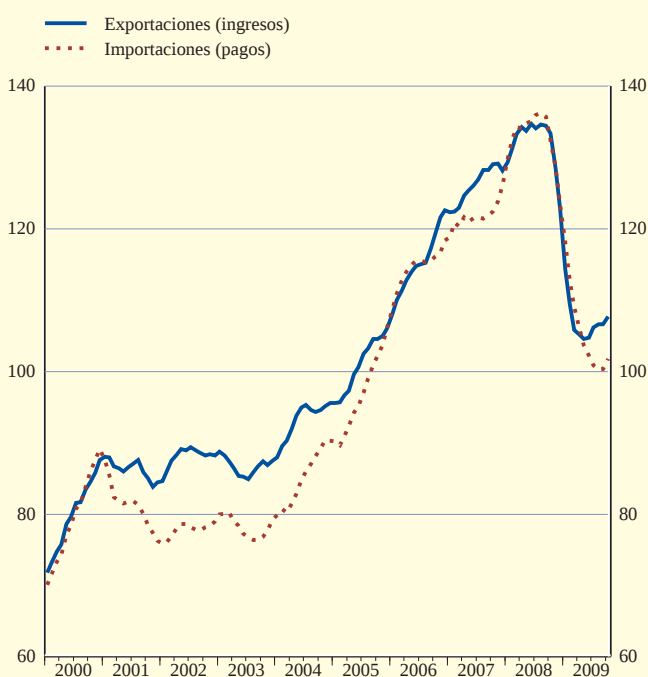
(mm de euros; operaciones)

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	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		Ingresos	Pagos	
											Remesas de trabajadores	Remesas de trabajadores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	2.429,1	2.439,3	-10,2	1.396,4	1.385,7	441,2	399,6	499,9	482,7	91,6	5,4	171,4	17,4	23,8	14,7
2007	2.697,0	2.686,3	10,6	1.516,5	1.470,5	491,8	443,5	597,4	594,7	91,3	6,4	177,7	20,6	25,7	20,7
2008	2.744,9	2.888,1	-143,3	1.581,0	1.592,4	509,9	469,2	565,1	639,6	88,8	6,7	186,9	21,4	24,2	14,2
2008 III	692,4	727,0	-34,7	403,0	413,4	137,2	124,2	138,2	150,9	14,0	1,8	38,4	5,4	4,9	3,2
IV	674,0	706,2	-32,2	379,5	381,3	128,0	120,9	139,6	151,3	27,0	1,8	52,7	5,6	5,3	3,7
2009 I	561,1	599,1	-38,0	307,8	315,6	108,8	108,3	118,8	121,1	25,7	1,4	54,1	5,0	4,1	2,7
II	560,1	579,9	-19,8	312,3	299,7	113,3	106,0	113,7	138,4	20,8	1,5	35,8	5,4	4,8	2,5
III	564,9	563,0	1,9	323,0	309,5	125,1	113,7	103,2	104,6	13,6	.	35,2	.	3,8	2,4
2009 Ago	173,4	176,9	-3,5	93,7	94,8	41,0	37,8	33,8	31,7	4,9	.	12,6	.	1,4	0,7
Sep	191,9	196,6	-4,7	111,9	110,0	41,4	37,7	34,2	37,2	4,4	.	11,8	.	1,0	0,9
Oct	195,2	199,1	-3,9	118,4	110,9	40,0	37,1	32,8	32,4	4,0	.	18,6	.	1,1	0,8
	Datos desestacionalizados														
2008 III	692,1	729,6	-37,5	403,4	407,0	127,1	118,4	141,1	160,9	20,4	.	43,3	.	.	.
IV	650,5	693,2	-42,8	368,4	370,2	125,7	118,1	134,7	156,5	21,7	.	48,4	.	.	.
2009 I	581,5	618,9	-37,4	317,6	327,2	119,4	113,7	123,1	132,2	21,5	.	45,8	.	.	.
II	564,7	576,5	-11,8	314,2	306,6	115,1	109,5	112,4	118,0	23,1	.	42,4	.	.	.
III	560,0	559,9	0,1	319,8	301,0	115,5	108,1	104,7	111,1	19,9	.	39,6	.	.	.
2009 May	188,2	191,5	-3,3	104,0	101,8	38,8	36,3	38,5	39,2	6,9	.	14,3	.	.	.
Jun	188,8	189,9	-1,2	106,1	101,9	37,0	36,4	37,0	38,4	8,7	.	13,3	.	.	.
Jul	189,3	184,4	4,9	108,4	99,0	38,1	35,0	36,2	37,6	6,6	.	12,8	.	.	.
Ago	186,3	186,0	0,3	105,3	99,8	38,6	36,2	35,6	36,2	6,9	.	13,8	.	.	.
Sep	184,4	189,4	-5,0	106,1	102,3	38,9	36,8	32,9	37,3	6,5	.	13,0	.	.	.
Oct	188,8	193,4	-4,6	111,7	103,4	38,3	35,7	33,1	35,3	5,6	.	19,0	.	.	.

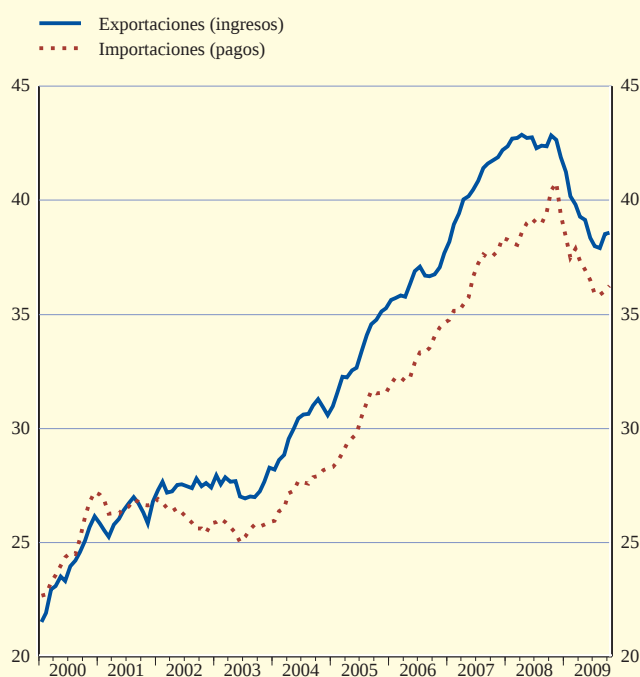
C31 Bienes

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



C32 Servicios

(mm de euros; datos desestacionalizados; media móvil de tres meses)



Fuente: BCE.

7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros)

2. Cuenta de rentas (operaciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas						Inversiones de cartera				Otras inversiones	
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones				Valores dist. de acc.		Acciones y participaciones		Valores dist. de acc.		Ingresos	Pagos
					Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
													Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4
2008 II	4,7	2,6	140,7	184,4	42,9	2,2	39,4	7,7	7,6	6,9	14,5	56,6	30,4	31,3	45,3	50,3
III	4,6	3,1	133,5	147,8	39,0	10,7	37,7	20,3	7,1	6,2	10,2	23,2	32,1	31,0	45,1	49,8
IV	4,9	2,7	134,7	148,6	38,4	2,9	38,4	12,8	8,7	6,4	8,3	20,2	30,8	33,6	48,4	50,0
2009 I	4,7	2,0	114,1	119,1	37,9	12,1	28,4	17,2	5,5	5,9	6,5	13,0	25,8	36,3	38,3	35,6
II	4,6	2,7	109,1	135,7	35,9	2,7	28,4	5,8	5,7	5,8	8,7	36,5	24,2	35,5	34,5	29,6

3. Desagregación geográfica (operaciones acumuladas)

III 2008 a II 2009	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	2.487,5	883,2	53,3	73,3	446,9	252,2	57,7	37,2	33,0	82,4	28,8	51,5	85,9	176,0	356,4	753,0
Bienes	1.402,6	472,0	32,0	45,3	201,4	193,2	0,0	20,4	17,1	64,1	21,6	30,7	64,7	87,4	172,3	452,3
Servicios	487,2	162,0	11,8	12,6	104,6	27,5	5,4	7,3	6,6	14,1	5,4	10,8	12,7	48,4	75,9	144,1
Renta	510,2	186,6	8,7	13,8	128,7	28,4	7,0	9,3	8,6	3,9	1,7	9,7	8,1	33,5	101,9	147,0
Rentas de la inversión	491,4	180,1	8,6	13,7	127,0	27,7	3,1	9,2	8,5	3,8	1,7	9,7	8,0	26,5	100,0	143,7
Tranferencias corrientes	87,5	62,7	0,7	1,5	12,1	3,1	45,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,4	9,7
Cuenta de capital	19,1	17,0	0,0	0,0	1,1	0,1	15,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5	1,1
	Pagos															
Cuenta corriente	2.612,2	826,0	44,2	75,8	392,9	214,2	99,0	-	28,5	-	-	91,5	-	168,3	370,1	-
Bienes	1.410,1	387,2	28,4	42,2	152,3	164,3	0,0	24,6	12,7	172,1	19,7	47,7	90,0	76,5	135,0	444,6
Servicios	459,4	140,0	7,9	11,5	87,2	33,2	0,2	5,4	6,2	11,0	4,5	7,9	8,5	38,3	99,8	137,9
Renta	561,8	189,3	7,0	21,0	141,3	12,1	7,9	-	7,9	-	-	35,3	-	47,8	128,3	-
Rentas de la inversión	551,2	183,1	6,9	20,9	139,7	7,6	7,9	-	7,8	-	-	35,2	-	47,2	127,4	-
Tranferencias corrientes	181,0	109,7	0,9	1,1	12,1	4,6	90,8	1,5	1,8	2,8	0,7	0,6	0,5	5,8	6,9	50,8
Cuenta de capital	12,0	2,3	0,0	0,1	1,1	0,2	0,9	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	7,6
	Neto															
Cuenta corriente	-124,7	57,2	9,1	-2,5	53,9	38,0	-41,3	-	4,5	-	-	-40,0	-	7,7	-13,6	-
Bienes	-7,5	84,8	3,6	3,1	49,2	28,9	0,0	-4,2	4,4	-108,0	1,9	-17,1	-25,3	10,9	37,3	7,7
Servicios	27,8	22,0	3,9	1,2	17,4	-5,7	5,2	1,9	0,5	3,0	1,0	2,9	4,2	10,1	-23,9	6,2
Renta	-51,6	-2,7	1,7	-7,1	-12,7	16,3	-0,9	-	0,7	-	-	-25,6	-	-14,3	-26,5	-
Rentas de la inversión	-59,9	-3,0	1,7	-7,2	-12,7	20,1	-4,8	-	0,8	-	-	-25,5	-	-20,7	-27,4	-
Tranferencias corrientes	-93,4	-47,0	-0,2	0,3	0,0	-1,5	-45,6	-1,2	-1,1	-2,5	-0,6	-0,2	-0,1	1,0	-0,6	-41,1
Cuenta de capital	7,2	14,7	0,0	-0,1	0,0	0,0	14,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-6,5

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones y otros flujos durante 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)														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,1	141,8	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	156,6	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,4	4.720,4	325,8
2007	13.906,9	15.155,8	-1.248,9	154,5	168,4	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.381,3	5.468,6	347,2
2008	13.312,5	14.949,2	-1.636,7	143,7	161,3	-17,7	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.466,1	5.653,6	374,2
2009 I	13.110,5	14.763,2	-1.652,8	142,7	160,7	-18,0	3.837,7	3.237,8	3.638,4	6.015,7	-50,7	5.289,4	5.509,8	395,7
II	13.248,6	14.820,6	-1.572,0	145,9	163,2	-17,3	3.958,1	3.318,5	3.859,5	6.300,3	-57,9	5.107,3	5.201,8	381,5
Variaciones de los saldos vivos														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,5	1.845,7	-300,2	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	691,9	668,4	5,7
2007	1.522,9	1.756,0	-233,1	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	827,9	748,1	21,4
2008	-594,4	-206,6	-387,8	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	84,8	185,1	27,0
2009 I	-202,0	-186,0	-16,1	-9,2	-8,5	-0,7	93,2	20,7	-125,5	-62,9	-14,5	-176,8	-143,8	21,6
II	138,1	57,3	80,8	6,2	2,6	3,6	120,5	80,7	221,1	284,6	-7,2	-182,0	-308,0	-14,2
Operaciones														
2005	1.358,3	1.320,7	37,6	16,7	16,2	0,5	358,4	152,4	416,2	524,5	17,3	584,3	643,7	-18,0
2006	1.728,3	1.719,1	9,1	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	788,9	753,2	1,3
2007	1.940,9	1.939,7	1,2	21,6	21,5	0,0	481,2	408,3	436,7	587,9	64,6	953,4	943,4	5,1
2008	480,6	644,5	-163,9	5,2	7,0	-1,8	326,5	137,5	-9,0	341,5	65,7	93,4	165,5	3,9
2009 I	-204,1	-148,4	-55,8	-9,3	-6,8	-2,5	100,1	41,3	-71,2	58,7	5,3	-232,7	-248,4	-5,7
II	-23,2	-13,0	-10,2	-1,0	-0,6	-0,5	92,8	92,3	41,1	139,2	-20,3	-139,2	-244,5	2,4
III	-15,5	-20,3	4,8	-0,7	-0,9	0,2	58,0	43,1	28,6	125,3	0,0	-102,4	-188,7	0,2
2009 Jun	-5,5	-16,7	11,2	.	.	.	15,2	3,8	14,8	56,8	-2,3	-33,5	-77,3	0,4
Jul	-35,3	-45,0	9,7	.	.	.	9,5	18,0	6,5	3,5	-7,7	-46,7	-66,6	3,0
Ago	25,5	19,9	5,5	.	.	.	16,7	19,5	31,6	77,7	6,1	-28,8	-77,3	-0,2
Sep	-5,7	4,7	-10,4	.	.	.	31,7	5,5	-9,5	44,0	1,6	-26,9	-44,8	-2,6
Oct	82,1	96,5	-14,4	.	.	.	27,3	25,7	15,1	34,3	-0,8	40,0	36,4	0,6
Otros flujos														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-418,0	-183,7	-234,3	-4,6	-2,0	-2,6	-61,8	-7,0	-177,2	18,6	-69,8	-125,5	-195,3	16,3
2008	-1.075,0	-851,1	-223,9	-11,6	-9,2	-2,4	-154,9	-51,2	-858,7	-819,5	-75,9	-8,6	19,6	23,1
Otros flujos debidos a variaciones del tipo de cambio														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-227,3	-116,0	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,7	-99,9	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-533,1	-293,0	-240,1	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-221,2	-107,5	.	-185,0	-179,5	-13,7
2008	-43,6	64,7	-108,2	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	-1,5	47,4	.	-34,0	17,5	9,2
Otros flujos debidos a variaciones de los precios														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
Otros flujos debidos a otros ajustes														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,0	55,5	-183,5	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	18,6	.	8,7	38,4	1,2
2007	32,7	-15,4	48,1	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-31,0	13,9	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-17,6	186,3	-203,9	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-53,6	96,8	.	25,4	2,1	-7,3
Tasas de crecimiento de los saldos vivos														
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,4	-	.	.	.	15,3	14,9	10,0	9,8	.	21,0	20,0	1,6
2008	3,4	4,3	-	.	.	.	9,2	4,4	-0,5	5,4	.	1,7	3,1	1,1
2009 I	-2,3	-0,8	-	.	.	.	7,7	2,8	-4,4	3,8	.	-7,8	-7,5	-1,8
II	-3,1	-1,7	-	.	.	.	9,3	6,1	-6,1	3,8	.	-8,9	-11,5	-1,2
III	-4,2	-3,7	-	.	.	.	8,0	5,1	-3,9	3,7	.	-12,4	-15,9	-0,7

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; operaciones durante el período)

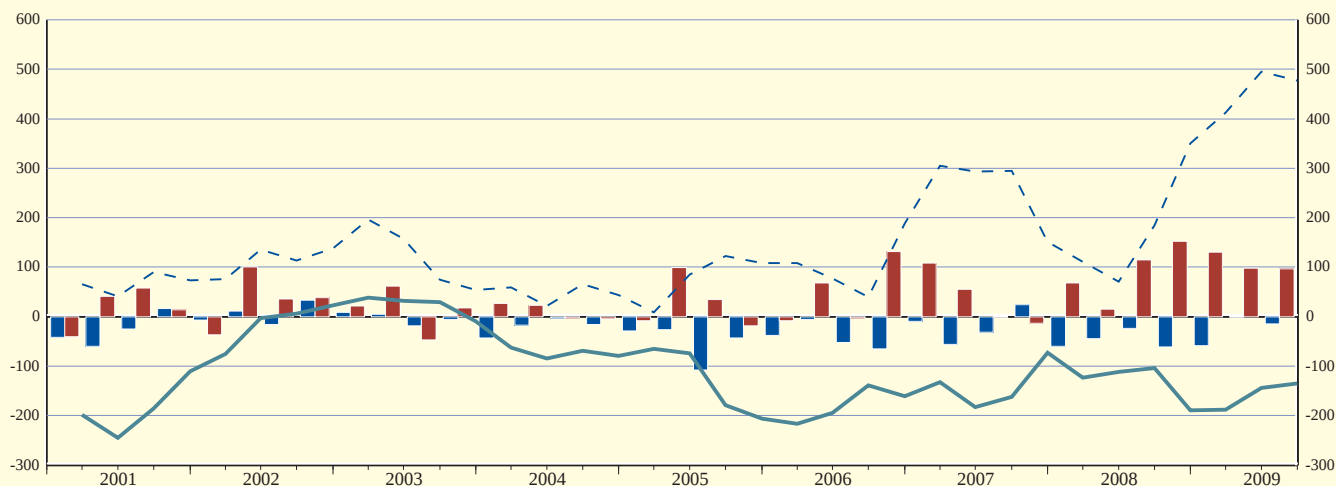
2. Inversiones directas

	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)													
2007	3.572,8	2.886,7	240,8	2.645,9	686,1	6,4	679,7	3.130,7	2.401,0	69,5	2.331,5	729,8	15,4	714,4
2008	3.744,4	2.946,9	234,8	2.712,1	797,5	9,3	788,2	3.217,0	2.405,5	77,0	2.328,5	811,6	16,4	795,1
2009 I	3.837,7	2.988,9	253,9	2.735,1	848,7	10,6	838,1	3.237,8	2.427,6	78,7	2.348,9	810,1	16,8	793,4
II	3.958,1	3.092,0	266,5	2.825,5	866,1	10,4	855,7	3.318,5	2.492,7	80,9	2.411,9	825,8	16,6	809,1
	Operaciones													
2007	481,2	373,0	25,5	347,4	108,2	-0,1	108,4	408,3	310,5	5,1	305,4	97,8	1,4	96,4
2008	326,5	198,1	2,2	195,9	128,4	-0,2	128,6	137,5	91,3	-1,0	92,2	46,2	1,6	44,6
2009 I	100,1	55,6	20,4	35,2	44,6	0,9	43,7	41,3	44,0	1,2	42,8	-2,7	0,1	-2,8
II	92,8	75,4	9,5	65,9	17,4	0,6	16,8	92,3	71,0	1,3	69,7	21,2	0,4	20,8
III	58,0	21,3	1,8	19,4	36,7	0,2	36,5	43,1	32,7	1,1	31,6	10,4	0,2	10,2
2009 Jun	15,2	14,2	2,8	11,4	1,0	-1,1	2,0	3,8	5,1	0,0	5,1	-1,3	0,9	-2,2
Jul	9,5	2,3	3,0	-0,7	7,3	-0,1	7,3	18,0	14,1	0,3	13,8	3,9	0,9	3,1
Ago	16,7	11,7	2,2	9,5	5,0	0,3	4,8	19,5	13,7	0,3	13,3	5,9	-0,6	6,5
Sep	31,7	7,3	-3,4	10,6	24,4	0,0	24,4	5,5	5,0	0,5	4,5	0,5	-0,1	0,6
Oct	27,3	24,3	-0,5	24,9	2,9	0,3	2,6	25,7	16,4	0,3	16,1	9,3	0,1	9,2
	Tasas de crecimiento													
2007	15,3	14,6	11,3	14,9	18,5	-55,0	18,7	14,9	14,8	8,3	15,0	15,3	6,3	15,5
2008	9,2	6,9	0,8	7,5	18,8	-1,6	19,1	4,4	3,8	-1,4	4,0	6,4	9,9	6,3
2009 I	7,7	5,4	5,9	5,3	16,8	-20,9	17,3	2,8	4,1	-0,1	4,2	-0,8	9,8	-1,1
II	9,3	7,9	7,8	7,9	14,5	5,7	14,6	6,1	7,4	4,6	7,5	2,1	4,9	2,1
III	8,0	6,1	12,8	5,5	15,2	14,0	15,2	5,1	7,1	4,8	7,1	-0,7	3,6	-0,8

C33 Inversiones netas directas y de cartera

(mm de euros)

- Inversiones directas (operaciones trimestrales)
- Inversiones de cartera (operaciones trimestrales)
- Inversiones directas (operaciones acumuladas de 12 meses)
- Inversiones de cartera (operaciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante 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				
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
2009 I	3.638,4	1.068,8	60,8	2,9	1.008,0	27,3	2.139,5	946,9	17,1	1.192,6	17,4	430,1	360,5	58,9	69,6	1,7
II	3.859,5	1.209,2	66,7	3,0	1.142,4	29,2	2.220,2	927,7	17,3	1.292,5	18,2	430,2	353,1	55,3	77,0	1,5
	Operaciones															
2007	436,7	64,2	26,7	0,0	37,5	8,2	291,5	148,3	4,9	143,2	3,3	81,0	63,4	26,3	17,6	0,8
2008	-9,0	-101,8	-37,9	0,6	-63,9	0,1	95,4	43,9	3,3	51,5	2,6	-2,5	26,8	15,1	-29,4	0,4
2009 I	-71,2	-38,1	-5,7	0,0	-32,4	0,1	-56,1	-49,1	-2,4	-7,0	-1,2	23,0	21,6	-0,5	1,4	0,4
II	41,1	9,4	-0,4	0,0	9,8	0,3	11,7	-34,9	0,1	46,6	0,2	20,1	12,5	-1,8	7,6	-0,3
III	28,6	10,6	3,3	0,0	7,3	.	14,9	-13,6	-0,7	28,5	.	3,1	8,7	-3,9	-5,6	.
2009 Jun	14,8	12,5	-0,5	0,0	13,1	.	-2,7	3,6	-0,3	-6,3	.	5,0	5,1	-1,5	-0,1	.
Jul	6,5	6,4	1,1	0,0	5,3	.	-0,3	-10,6	0,7	10,2	.	0,4	-1,4	0,8	1,8	.
Ago	31,6	4,0	1,2	0,0	2,8	.	21,9	12,0	-0,2	9,8	.	5,8	4,1	-3,0	1,7	.
Sep	-9,5	0,2	0,9	0,0	-0,7	.	-6,6	-15,1	-1,2	8,4	.	-3,1	6,0	-1,8	-9,0	.
Oct	15,1	8,2	1,8	0,0	6,3	.	5,9	-2,4	0,6	8,3	.	1,0	-0,2	3,3	1,2	.
	Tasas de crecimiento															
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4
2008	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8
2009 I	-4,4	-7,9	-22,0	18,8	-7,0	1,3	-0,9	-3,8	14,4	1,5	5,3	-10,5	-2,3	43,6	-38,8	36,6
II	-6,1	-8,5	-15,5	14,9	-8,1	-0,9	-4,0	-10,4	-12,9	1,3	-3,1	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2
III	-3,9	-5,1	-9,0	12,5	-4,9	.	-4,0	-11,4	-19,6	1,9	.	-1,1	5,5	-18,4	-26,0	.

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	
							AAPP	AAPP				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9
2009 I	6.015,7	1.986,4	649,7	1.336,8	3.557,5	1.248,9	2.308,5	1.402,3	471,8	91,9	379,9	320,4
	6.300,3	2.231,5	680,2	1.551,2	3.558,6	1.212,7	2.345,9	1.430,9	510,2	81,3	428,9	359,8
	Operaciones											
2007	587,9	157,9	24,3	133,6	367,1	156,5	210,6	141,7	62,9	52,9	10,0	20,4
2008	341,5	-124,8	93,4	-218,2	250,0	31,5	218,6	199,2	216,3	-2,5	218,9	185,7
2009 I	58,7	-51,3	-4,4	-46,8	90,4	-11,0	101,4	67,6	19,6	-11,4	31,0	51,6
	139,2	49,2	4,8	44,4	38,4	-7,5	45,8	56,9	51,7	-0,1	51,8	51,0
	125,3	65,3	30,2	35,1	3,9	15,7	-11,7	.	56,0	-3,4	59,4	.
2009 Jun	56,8	37,9	0,5	37,4	8,8	-16,1	24,9	.	10,1	12,4	-2,2	.
	3,5	33,8	12,3	21,6	-45,5	3,8	-49,3	.	15,2	-16,5	31,7	.
	77,7	35,6	18,3	17,3	22,9	14,8	8,1	.	19,3	4,7	14,6	.
	44,0	-4,1	-0,3	-3,8	26,6	-3,0	29,5	.	21,6	8,5	13,1	.
	34,3	-21,2	-3,1	-18,0	33,5	12,8	20,7	.	22,0	1,9	20,1	.
	Tasas de crecimiento											
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2
2008	5,4	-5,4	16,0	-10,5	8,3	2,8	11,5	17,8	88,3	-2,0	202,0	246,5
2009 I	3,8	-10,0	2,1	-13,6	9,0	1,1	13,6	18,5	83,0	-18,5	208,0	250,6
	3,8	-7,0	-0,2	-9,0	4,6	-5,0	10,4	17,7	99,0	-17,9	230,7	297,0
	3,7	-4,8	7,1	-9,0	3,1	-3,8	7,2	.	66,1	-21,1	118,2	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante 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)															
2007	5.381,3	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.882,1	196,2	1.518,5	476,5
2008	5.466,1	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.055,6	186,1	1.644,9	474,5
2009 I	5.289,4	21,7	21,4	0,3	3.094,0	3.037,2	56,8	108,3	12,2	46,9	16,3	2.065,4	185,5	1.647,2	458,1
II	5.107,3	27,9	27,7	0,3	2.972,6	2.936,8	35,9	103,1	12,1	42,1	11,2	2.003,7	189,3	1.575,9	437,7
Operaciones															
2007	953,4	22,0	22,0	0,0	546,8	539,6	7,2	-7,7	-1,4	-7,2	-5,5	392,2	14,1	335,3	55,3
2008	93,4	-9,4	-9,4	0,0	-50,2	-65,5	15,3	-6,6	-1,1	-6,8	-5,8	159,6	2,5	97,6	-31,9
2009 I	-232,7	-8,2	-8,2	0,0	-236,4	-234,6	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	5,3	-3,5	8,7	1,1
II	-139,2	7,0	7,0	0,0	-82,8	-69,2	-13,6	-3,8	0,0	-4,5	-5,1	-59,6	5,7	-69,5	-19,2
III	-102,4	-4,1	.	.	-90,5	.	.	-5,0	.	.	-4,0	-2,8	.	7,5	11,1
2009 Jun	-33,5	5,3	.	.	-53,1	.	.	2,0	.	.	1,3	12,2	.	.	4,2
Jul	-46,7	-2,2	.	.	-35,4	.	.	-4,5	.	.	-4,4	-4,6	.	.	1,2
Ago	-28,8	-0,1	.	.	-31,9	.	.	1,3	.	.	2,2	1,9	.	.	16,2
Sep	-26,9	-1,8	.	.	-23,2	.	.	-1,7	.	.	-1,8	-0,1	.	.	-6,2
Oct	40,0	1,9	.	.	13,6	.	.	-0,3	.	.	-0,5	24,8	.	.	3,7
Tasas de crecimiento															
2007	21,0	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,4	-6,4	-9,8	-12,4	-28,6	26,6	7,5	28,8	14,0
2008	1,7	-26,2	-26,9	5,0	-1,5	-2,0	21,6	-6,2	-8,9	-14,0	-44,4	8,6	1,2	6,5	-6,9
2009 I	-7,8	-57,3	-58,7	6,0	-14,1	-14,6	11,2	4,6	-6,7	9,2	39,1	4,3	-3,1	3,6	-11,3
II	-8,9	-28,7	-30,3	5,6	-13,8	-13,9	-16,5	-4,9	-3,2	-13,2	-35,7	0,0	-4,6	-1,0	-3,8
III	-12,4	-35,5	.	.	-18,3	.	.	-2,2	.	.	-21,3	-1,9	.	-1,5	-1,8

6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2007	5.468,6	201,7	201,4	0,2	3.935,1	3.872,6	62,5	52,3	0,0	46,9	5,4	1.279,5	156,9	1.009,7	112,8
2008	5.653,6	482,3	481,9	0,4	3.751,8	3.698,1	53,6	61,9	0,0	58,0	3,9	1.357,6	170,2	1.069,6	117,8
2009 I	5.509,8	404,2	400,9	3,3	3.702,6	3.649,0	53,6	58,7	0,0	55,5	3,2	1.344,3	180,5	1.043,6	120,2
II	5.201,8	313,5	308,4	5,1	3.579,1	3.542,7	36,4	56,6	0,0	53,3	3,2	1.252,6	182,6	953,7	116,3
Operaciones															
2007	943,4	91,4	91,4	0,0	625,3	620,5	4,8	-1,0	0,0	-2,0	1,0	227,8	10,0	218,9	-1,1
2008	165,5	280,7	280,6	0,1	-181,0	-191,9	10,9	9,5	0,0	11,0	-1,5	56,3	10,5	46,1	-0,3
2009 I	-248,4	-82,2	-85,1	2,9	-112,7	-111,4	-1,3	-3,7	0,0	-2,7	-0,9	-49,9	-5,1	-40,2	-4,6
II	-244,5	-89,3	-91,1	1,8	-82,2	-70,9	-11,4	-2,6	0,0	-3,1	0,5	-70,3	4,7	-74,5	-0,5
III	-188,7	-46,6	.	.	-80,2	.	.	1,4	.	.	.	-63,2	.	.	.
2009 Jun	-77,3	-40,2	.	.	-52,4	.	.	-2,4	.	.	.	17,8	.	.	.
Jul	-66,6	-15,7	.	.	-30,8	.	.	-0,4	.	.	.	-19,6	.	.	.
Ago	-77,3	-10,0	.	.	-43,3	.	.	0,4	.	.	.	-24,4	.	.	.
Sep	-44,8	-21,0	.	.	-6,0	.	.	1,4	.	.	.	-19,1	.	.	.
Oct	36,4	-8,3	.	.	17,8	.	.	5,9	.	.	.	21,0	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,0	79,2	79,4	-6,9	18,0	18,2	9,5	-1,9	27,4	-4,1	20,7	20,7	6,8	26,2	0,5
2008	3,1	141,3	141,4	20,8	-4,6	-4,9	17,3	18,3	-20,1	23,6	-27,9	4,3	6,6	4,5	-0,8
2009 I	-7,5	82,4	81,3	439,8	-13,5	-13,9	10,3	12,5	-11,4	14,2	-12,6	-4,1	-0,4	-4,4	-7,7
II	-11,5	19,1	17,3	1.123,2	-15,0	-15,1	-9,6	10,1	41,1	11,3	-6,0	-7,7	-3,3	-9,2	-1,5
III	-15,9	-28,5	.	.	-16,4	.	.	7,8	.	.	.	-11,7	.	.	.

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

7. Activos de reserva

	Activos de reserva													Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Derechos especiales de giro	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	
		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
	Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5
2008 IV	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 I	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,6	20,7	0,1	0,1	155,4	-141,4
II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,1	77,6	-65,6
2009 Sep	430,9	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	-	-	-	0,2	0,0	56,7	-42,4
Oct	437,9	244,0	347,197	49,5	11,6	132,8	11,7	9,1	111,7	-	-	-	0,2	0,0	43,4	-36,0
Nov	464,2	271,7	347,169	49,6	10,3	132,6	11,8	8,4	112,2	-	-	-	0,2	0,0	39,5	-32,0
	Operaciones															
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,8	2,3	5,0	-15,8	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2009 I	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
II	2,4	0,1	-	-0,5	3,3	-0,5	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-
III	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tasa de crecimiento															
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-
2008	1,1	-1,0	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-69,1	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-
2009 I	-1,8	-1,1	-	4,6	135,1	-6,3	142,1	-90,5	6,7	2,6	3,7	25,5	-	-	-	-
II	-1,2	-0,9	-	-6,6	174,2	-6,5	106,0	-80,8	2,1	2,6	0,0	15,5	-	-	-	-
III	-0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

8. 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
2008	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
Inversiones directas	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
En el exterior	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Otro capital	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
En la zona del euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Otro capital	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
Inversiones de cartera	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Acc. y participaciones	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Valores distintos de acciones	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Bonos y obligaciones	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Instrum. mercado monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
Otras inversiones	-187,5	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	2,1	1,8	349,6
Activos	5.466,1	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	640,7	58,7	1.048,8
AAPP	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Otros sectores	2.055,6	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	271,7	0,5	510,9
Pasivos	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,1
AAPP	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Otros sectores	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
III 2008 a II 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	144,1	73,8	-0,2	8,6	50,9	14,4	0,0	-2,3	1,8	-4,7	-34,3	31,6	64,5	0,0	13,6
En el exterior	337,2	132,7	1,8	23,7	98,1	9,2	0,0	6,8	2,3	0,7	-11,3	91,6	67,2	0,0	47,2
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	227,5	76,7	1,1	12,9	57,8	4,9	0,0	6,9	3,1	1,8	-5,7	62,7	48,0	0,0	34,0
Otro capital	109,7	56,0	0,7	10,8	40,3	4,4	0,0	-0,2	-0,7	-1,1	-5,6	28,9	19,2	0,0	13,2
En la zona del euro	193,1	58,9	1,9	15,0	47,2	-5,2	0,0	9,0	0,5	5,4	23,0	60,0	2,8	0,0	33,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	176,1	50,7	1,0	12,7	35,0	2,0	0,0	9,9	0,2	2,5	12,9	63,9	12,7	0,0	23,2
Otro capital	16,9	8,2	1,0	2,3	12,1	-7,2	0,0	-0,9	0,3	2,8	10,1	-3,9	-9,9	0,0	10,3
Inversiones de cartera: Activos	-265,6	9,1	4,4	12,3	-18,8	-6,9	18,2	14,9	2,7	-45,9	4,4	-107,6	-103,3	-1,1	-38,9
Acc. y participaciones	-128,4	-22,8	0,3	-0,7	-21,8	-0,5	0,0	7,4	3,7	-19,4	4,0	-41,5	-40,8	0,0	-19,0
Valores distintos de acciones	-137,2	31,9	4,1	13,0	3,0	-6,4	18,2	7,5	-1,0	-26,4	0,4	-66,1	-62,5	-1,1	-19,9
Bonos y obligaciones	-90,8	46,7	3,7	10,8	24,6	-6,7	14,2	2,5	-0,5	-17,9	-0,1	-47,6	-55,4	-1,5	-17,0
Instrum. mercado monetario	-46,4	-14,7	0,4	2,2	-21,6	0,2	4,0	5,0	-0,5	-8,5	0,4	-18,5	-7,1	0,4	-2,9
Otras inversiones	183,2	-258,8	-2,9	-17,7	-268,7	46,6	-16,1	-5,4	-5,3	69,9	54,8	64,6	179,0	11,1	73,3
Activos	-499,0	-294,5	-17,1	-12,7	-305,5	39,4	1,4	0,7	-8,3	-4,4	-62,9	-140,9	34,6	-6,7	-16,4
AAPP	-5,2	-5,8	-0,2	-0,1	-5,8	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	1,2	-0,9
IFM	-492,1	-280,8	-14,3	-11,6	-291,9	36,3	0,7	0,0	-9,9	1,7	-58,1	-53,5	-18,4	-7,9	-65,3
Otros sectores	-1,7	-7,9	-2,6	-1,0	-7,8	3,4	0,0	0,6	1,7	-6,1	-5,0	-87,5	52,9	0,0	49,7
Pasivos	-682,2	-35,7	-14,3	5,0	-36,8	-7,2	17,5	6,1	-3,0	-74,4	-117,8	-205,4	-144,4	-17,8	-89,8
AAPP	5,0	2,0	0,0	-0,1	0,6	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	3,0	-0,2
IFM	-582,1	-22,5	-14,0	6,9	-18,2	-5,1	7,9	3,0	-3,2	-76,4	-102,1	-95,5	-151,8	-20,6	-112,8
Otros sectores	-105,1	-15,2	-0,2	-1,8	-19,2	-2,1	8,1	3,0	0,2	2,2	-15,6	-110,2	7,4	-0,2	23,3

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

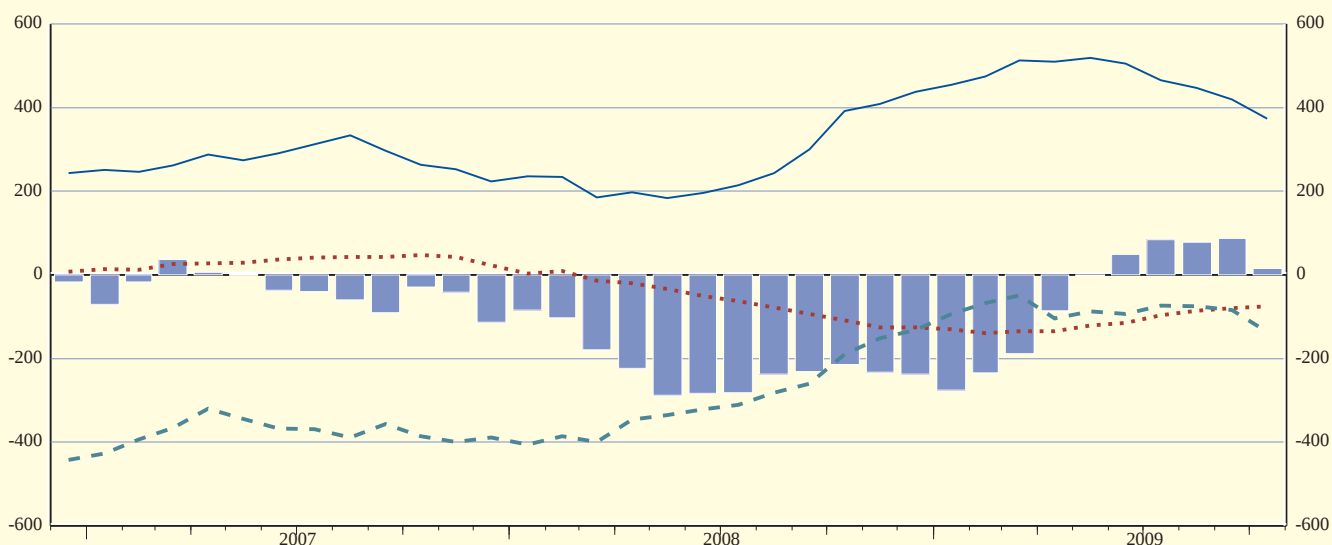
(mm de euros; operaciones)

	Balanza de pagos: Rúbricas que reflejan las operaciones netas de las IFM											
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de las no 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
2006	-17,6	8,0	-391,6	256,4	-136,2	-135,5	151,6	243,3	-256,5	229,9	-0,3	13,3
2007	-112,5	22,8	-457,6	401,0	-38,3	-160,9	134,4	223,0	-384,8	226,8	-64,8	-14,1
2008	-237,6	-126,2	-325,0	136,6	63,8	-21,6	-218,5	438,0	-153,7	66,4	-65,6	-31,7
2008 III	-48,1	-31,2	-107,4	72,5	43,3	-16,1	-74,3	134,1	-27,3	-8,1	-8,3	-25,3
IV	52,7	-28,9	-48,9	-14,7	50,0	73,2	-111,9	140,8	-18,1	34,8	-13,2	-10,4
2009 I	-41,7	-36,6	-78,8	40,0	32,4	5,6	-46,8	132,4	-11,8	-53,5	-5,3	-19,1
II	86,5	-17,4	-82,7	90,5	-9,8	-54,1	44,4	97,6	63,4	-72,9	20,3	7,3
III	-10,9	3,2	-55,9	41,8	-7,3	-23,0	35,1	47,7	7,8	-61,8	0,0	1,6
2008 Oct	64,7	-8,4	-5,9	1,0	35,3	39,6	-66,1	85,6	-59,3	46,4	0,6	-4,2
Nov	10,5	-15,4	-35,0	-18,5	6,4	10,0	-8,6	55,5	12,2	9,3	-10,4	4,9
Dic	-22,5	-5,1	-8,0	2,8	8,3	23,6	-37,2	-0,3	28,9	-20,9	-3,4	-11,2
2009 Ene	-74,5	-23,8	-21,1	9,3	2,4	-5,6	-35,1	51,6	-3,7	-43,7	3,4	-8,0
Feb	31,0	-4,9	-19,5	12,4	18,8	0,8	3,4	38,1	6,8	-17,3	-1,3	-6,3
Mar	1,8	-7,9	-38,2	18,3	11,3	10,4	-15,2	42,7	-15,0	7,6	-7,3	-4,9
Abr	22,7	-8,2	-56,8	70,2	5,1	-26,9	-21,9	44,9	-6,4	21,8	8,9	-7,9
May	6,3	-13,0	-12,5	17,5	-1,8	-33,6	28,9	30,1	84,0	-110,1	9,2	7,7
Jun	57,5	3,8	-13,5	2,9	-13,1	6,4	37,4	22,6	-14,2	15,4	2,3	7,5
Jul	3,3	10,7	-6,6	16,9	-5,3	-12,0	21,6	-17,6	9,1	-20,0	7,7	-1,0
Ago	3,5	-2,8	-14,3	19,8	-2,8	-11,5	17,3	22,7	-3,2	-24,0	-6,1	8,4
Sep	-17,8	-4,6	-35,0	5,1	0,7	0,6	-3,8	42,6	1,9	-17,8	-1,6	-5,8
Oct	-6,3	-3,6	-27,5	25,3	-6,3	-9,5	-18,0	40,8	-24,5	26,9	0,8	-10,8
	operaciones acumuladas de 12 meses											
2009 Oct	15,6	-74,9	-288,0	181,9	23,7	-47,4	-31,2	373,7	76,0	-173,0	2,0	-27,4

C34 Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM ¹⁾

(mm de euros; operaciones 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 las no IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de valores distintos de acciones de las no IFM



Fuente: BCE.

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

7.5 Comercio exterior de bienes

1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos ¹⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (f.o.b.)					Importaciones (c.i.f.)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total				Pro memoria: Manufacturas	Total				Pro memoria:	
			3	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		8	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	12	Petróleo
	1	2		4	5	6	7		9	10	11		13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	11,0	8,4	1.507,8	739,7	326,6	401,3	1.282,6	1.491,7	913,9	234,4	323,2	1.019,7	227,5
2008	3,6	8,1	1.559,3	767,9	337,4	412,2	1.300,5	1.602,2	1.020,5	233,1	333,0	1.018,8	293,7
2008 IV	-5,0	-2,1	366,1	174,1	81,5	95,8	302,5	373,0	228,9	56,7	81,7	239,0	55,4
2009 I	-20,9	-20,7	311,2	149,5	65,6	86,3	258,9	321,7	181,3	49,5	78,6	214,7	35,6
II	-23,2	-27,2	309,8	150,5	63,5	84,9	254,4	306,6	170,1	47,4	76,4	202,9	41,4
III	-19,3	-26,0	320,2	.	.	.	259,2	308,1	.	.	.	201,3	.
2009 May	-22,6	-27,7	102,4	49,2	21,2	28,0	84,6	101,2	55,8	15,6	25,2	67,6	13,7
Jun	-20,7	-26,4	103,4	50,2	21,2	28,4	83,3	101,7	56,7	15,6	25,5	66,6	14,7
Jul	-18,1	-28,9	108,0	52,4	22,6	29,6	89,4	102,5	58,0	15,6	25,9	67,2	15,8
Ago	-21,1	-26,0	103,6	.	.	.	83,7	101,4	.	.	.	66,3	.
Sep	-19,0	-23,1	108,6	.	.	.	86,1	104,2	.	.	.	67,9	.
Oct	-16,8	-23,6	108,3	.	.	.	87,5	102,0	.	.	.	65,7	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2007	8,6	6,8	144,4	141,3	153,1	144,6	142,1	129,1	123,1	143,3	141,5	134,7	107,7
2008	1,2	0,4	146,0	141,2	157,6	146,9	142,6	128,8	122,6	143,7	143,2	133,1	108,4
2008 IV	-7,5	-4,6	136,2	127,0	150,2	136,7	130,4	122,6	115,8	135,7	137,0	121,3	108,0
2009 I	-20,8	-14,7	117,7	112,5	120,1	124,4	112,1	113,8	104,5	117,8	130,9	110,3	99,4
II	-22,0	-19,3	118,5	115,2	117,3	122,5	111,7	109,4	97,9	113,8	130,9	106,7	97,2
III	-17,6	-15,0	121,5	.	.	.	113,4	109,2	.	.	.	107,0	.
2009 May	-21,6	-20,2	117,7	113,4	117,6	120,9	111,5	108,4	96,7	112,3	129,2	106,5	98,0
Jun	-19,2	-16,8	118,1	115,1	116,7	122,4	109,5	108,1	96,9	112,8	131,1	105,4	93,7
Jul	-16,2	-18,2	122,9	120,0	124,4	126,1	117,1	108,3	98,1	114,7	131,6	106,2	98,1
Ago	-19,6	-14,1	118,2	.	.	.	110,2	108,8	.	.	.	106,2	.
Sep	-17,2	-12,7	123,3	.	.	.	112,9	110,5	.	.	.	108,7	.
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Precios ²⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (f.o.b.) ³⁾							Precios industriales de importación (c.i.f.)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total					Pro me- moria: Ind. manufac- turera	Total (índice: 2005 = 100)	Total					Pro me- moria: Ind. manufac- turera
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía				Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía		
% del total	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	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
2007	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2009 I	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,0	-0,3	2,7	-27,9	-2,4
II	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,5	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
III	100,9	-4,0	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
2009 Jun	101,1	-3,3	-4,8	1,4	0,7	-35,4	-3,2	102,8	-13,2	-7,3	-0,2	0,6	-34,9	-5,0
Jul	100,8	-4,0	-5,7	1,3	0,5	-38,9	-3,8	101,5	-15,0	-8,1	-0,6	0,7	-39,2	-5,4
Ago	101,2	-3,6	-6,1	0,8	0,7	-30,1	-3,5	103,3	-12,2	-7,6	-1,0	-0,4	-31,4	-4,8
Sep	100,6	-4,3	-6,7	0,0	0,0	-32,7	-4,2	102,0	-11,7	-7,9	-1,3	-1,3	-30,1	-5,3
Oct	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,6	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,3	-3,0	-16,7	-4,9
Nov	100,8	-2,1	-5,2	-1,7	-0,6	10,8	-1,9	103,4	-3,5	-5,5	-2,5	-3,5	-2,4	-3,6

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en la sección 5.1 del cuadro 3, debido a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las operaciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras 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	Suíza	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 (f.o.b.)														
2007	1.507,8	34,1	55,6	230,9	216,4	67,9	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,7	138,0
2008	1.559,3	35,0	53,6	220,2	232,1	78,4	86,5	42,8	187,5	307,9	65,7	33,5	100,5	68,1	146,8
2008 II	397,8	9,1	14,3	58,0	60,7	20,2	22,2	11,4	47,4	77,5	16,8	8,5	24,8	16,9	35,5
III	397,8	9,1	14,0	55,8	60,0	20,8	21,8	10,8	46,8	76,8	16,0	8,2	26,7	17,5	37,7
IV	366,1	8,0	11,5	49,3	52,1	17,7	21,2	8,3	43,6	74,6	15,7	8,1	24,9	17,5	37,6
2009 I	311,2	7,4	10,0	42,4	43,6	12,6	20,0	7,7	40,0	65,2	15,4	7,1	23,4	12,8	26,2
II	309,8	6,4	9,6	42,4	42,2	12,1	19,2	8,3	37,7	70,3	16,8	7,1	22,8	12,5	26,3
III	320,2	6,9	10,5	44,6	45,0	12,1	19,6	8,9	36,0	70,9	17,0	7,2	22,3	13,9	29,5
2009 May	102,4	2,2	3,1	13,8	14,0	3,8	6,4	2,8	12,4	23,4	5,6	2,3	7,5	4,2	8,8
Jun	103,4	2,0	3,3	14,4	14,0	4,1	6,4	2,8	12,5	23,7	5,5	2,4	7,5	4,0	8,6
Jul	108,0	2,3	3,6	15,0	14,8	4,2	6,5	3,1	12,6	24,0	5,7	2,6	7,6	4,9	9,5
Ago	103,6	2,3	3,4	14,3	14,8	3,8	6,4	2,9	11,5	23,4	5,6	2,2	7,3	4,4	9,1
Sep	108,6	2,3	3,5	15,3	15,4	4,1	6,6	2,9	11,9	23,5	5,7	2,4	7,4	4,7	10,9
Oct	108,3	.	.	.	.	4,1	6,5	3,0	13,0	23,5	5,9	2,3	7,4	4,6	.
	en porcentaje del total de exportaciones														
2008	100,0	2,2	3,4	14,1	14,9	5,0	5,6	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,5	4,4	9,4
	Importaciones (c.i.f.)														
2007	1.491,7	28,8	52,2	169,5	169,5	102,2	67,2	32,4	131,7	455,6	172,7	59,1	113,4	75,2	94,0
2008	1.602,2	30,6	52,0	164,2	184,3	122,0	69,9	32,4	137,7	481,4	184,3	56,9	141,0	81,7	104,9
2008 II	410,7	8,0	13,6	42,6	47,7	32,3	17,6	8,6	33,7	121,9	45,2	14,6	37,4	20,3	26,9
III	413,8	7,9	13,2	41,6	47,3	34,3	17,9	8,2	35,4	124,2	48,0	14,1	37,7	21,1	25,0
IV	373,0	7,3	11,5	36,2	43,1	24,8	17,4	7,0	33,8	113,3	46,5	13,5	30,8	19,8	28,0
2009 I	321,7	6,9	9,4	31,6	39,3	17,8	16,7	6,7	33,1	98,9	42,2	11,5	24,0	14,9	22,4
II	306,6	6,3	8,9	30,4	38,5	18,1	16,1	6,3	28,3	92,8	39,7	10,3	23,0	14,2	23,6
III	308,1	6,7	9,8	31,4	40,5	21,6	16,0	6,5	26,6	92,0	38,0	10,2	22,0	14,5	20,3
2009 May	101,2	2,1	2,9	10,1	12,8	5,9	5,3	2,1	9,8	30,6	13,1	3,4	7,3	4,6	7,5
Jun	101,7	2,0	3,0	10,2	12,7	6,4	5,2	2,2	9,1	30,6	13,0	3,4	7,8	4,8	7,8
Jul	102,5	2,3	3,3	10,4	13,2	6,8	5,4	2,2	9,0	30,5	12,6	3,4	7,6	5,0	6,9
Ago	101,4	2,3	3,2	10,4	13,5	6,6	5,3	2,1	8,6	30,5	12,6	3,3	7,2	4,7	7,1
Sep	104,2	2,2	3,3	10,6	13,8	8,2	5,3	2,2	9,0	31,0	12,8	3,4	7,3	4,8	6,3
Oct	102,0	.	.	.	.	7,6	5,2	2,3	8,8	30,5	12,6	3,4	6,9	4,8	.
	en porcentaje del total de importaciones														
2008	100,0	1,9	3,2	10,2	11,5	7,6	4,4	2,0	8,6	30,1	11,5	3,6	8,8	5,1	6,6
	Saldo														
2007	16,2	5,4	3,4	61,4	46,8	-34,3	15,1	9,0	64,2	-159,7	-112,1	-24,9	-25,8	-13,5	44,1
2008	-42,8	4,4	1,6	56,0	47,8	-43,6	16,7	10,4	49,8	-173,5	-118,7	-23,4	-40,5	-13,7	42,0
2008 II	-12,9	1,1	0,7	15,3	12,9	-12,2	4,5	2,8	13,7	-44,4	-28,4	-6,2	-12,6	-3,4	8,6
III	-16,0	1,2	0,7	14,1	12,7	-13,5	3,9	2,6	11,4	-47,4	-32,0	-5,9	-10,9	-3,6	12,8
IV	-6,9	0,7	0,0	13,0	9,0	-7,1	3,8	1,3	9,8	-38,7	-30,8	-5,4	-5,9	-2,3	9,6
2009 I	-10,6	0,5	0,6	10,7	4,3	-5,2	3,3	1,0	6,8	-33,8	-26,8	-4,4	-0,6	-2,1	3,7
II	3,2	0,1	0,7	12,0	3,7	-6,0	3,2	2,1	9,4	-22,5	-22,9	-3,3	-0,3	-1,8	2,6
III	12,1	0,1	0,7	13,2	4,5	-9,5	3,5	2,4	9,4	-21,1	-21,1	-3,0	0,2	-0,6	9,2
2009 May	1,3	0,0	0,1	3,7	1,1	-2,1	1,1	0,7	2,6	-7,2	-7,4	-1,2	0,2	-0,4	1,3
Jun	1,7	0,0	0,3	4,2	1,3	-2,3	1,2	0,6	3,4	-6,9	-7,4	-1,0	-0,2	-0,8	0,8
Jul	5,5	0,0	0,2	4,6	1,7	-2,6	1,2	0,9	3,5	-6,5	-6,9	-0,8	0,0	-0,1	2,7
Ago	2,3	0,0	0,2	3,9	1,2	-2,8	1,1	0,8	3,0	-7,1	-7,0	-1,1	0,2	-0,4	2,0
Sep	4,3	0,2	0,2	4,7	1,6	-4,1	1,3	0,7	2,9	-7,5	-7,1	-1,1	0,1	-0,2	4,6
Oct	6,3	.	.	.	.	-3,5	1,3	0,7	4,2	-6,9	-6,7	-1,1	0,4	-0,2	.

Fuente: Eurostat.



TIPOS DE CAMBIO

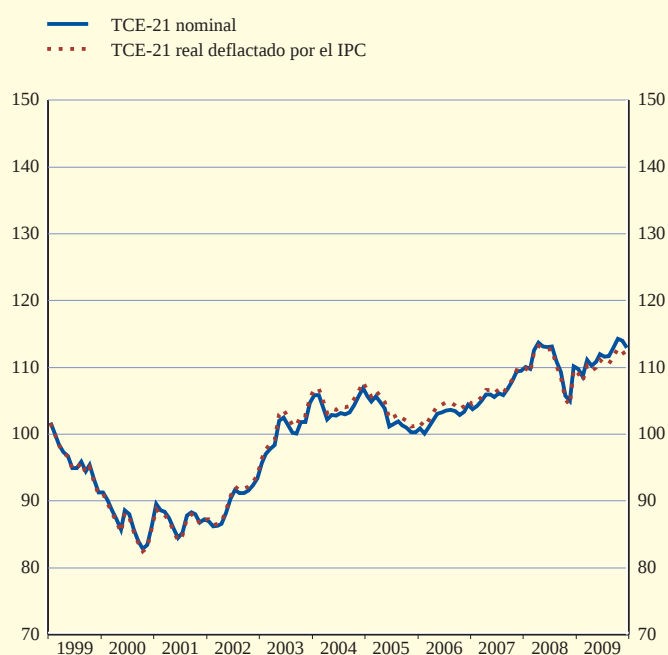
8.1 Tipos de cambio efectivos ¹⁾

(medias del período; índice: 1999 I = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	107,0	100,6	113,0	104,2
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,3	118,0	107,1
2009	111,7	110,6	105,9	.	.	.	120,6	107,9
2008 IV	107,0	106,5	103,1	102,4	111,5	101,3	115,2	104,0
2009 I	109,9	109,2	104,8	104,9	118,0	105,2	119,0	107,0
II	111,1	110,2	105,4	106,3	121,2	106,5	119,8	107,5
III	112,1	110,9	106,2	107,4	118,5	106,6	121,0	108,1
IV	113,8	112,2	107,2	.	.	.	122,5	109,0
2008 Dic	110,2	109,7	106,0	-	-	-	118,7	107,2
2009 Ene	109,8	109,2	105,0	-	-	-	118,6	106,9
Feb	108,7	108,0	103,6	-	-	-	117,7	106,0
Mar	111,1	110,3	105,6	-	-	-	120,4	108,1
Abr	110,3	109,5	104,7	-	-	-	119,1	106,9
May	110,8	109,9	105,3	-	-	-	119,5	107,2
Jun	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,3
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,8
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,9
Sep	112,9	111,6	106,8	-	-	-	122,0	108,8
Oct	114,3	112,8	108,0	-	-	-	123,0	109,6
Nov	114,0	112,5	107,4	-	-	-	122,9	109,3
Dic	113,0	111,4	106,1	-	-	-	121,7	108,1
% variación sobre el mes anterior								
2009 Dic	-0,9	-1,0	-1,2	-	-	-	-1,0	-1,1
% variación sobre el año anterior								
2009 Dic	2,6	1,6	0,1	-	-	-	2,5	0,8

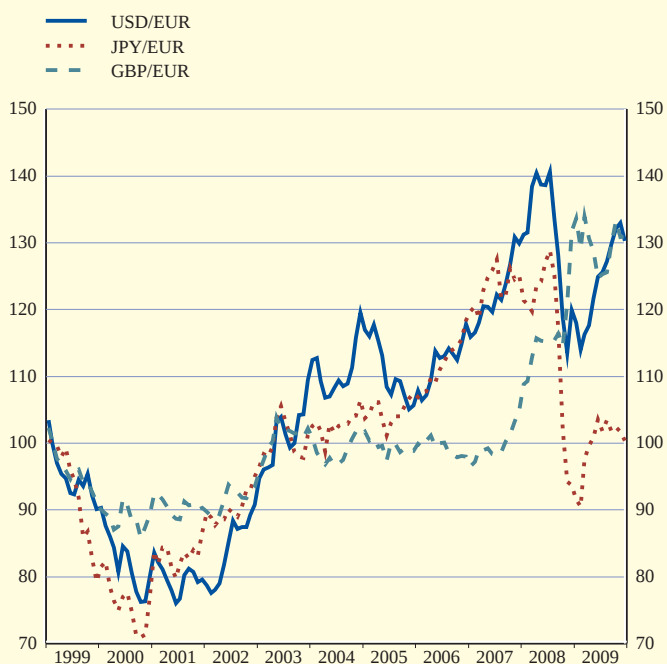
C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)



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)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1,272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1,606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1,772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 II	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1,747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
2009 III	7,4442	10,4241	0,87161	1,4303	133,82	1,5195	1,772,14	11,0854	2,0570	1,5704	8,7397	1,7169
2009 IV	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1,725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2009 Jun	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1,768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
2009 Jul	7,4458	10,8262	0,86092	1,4088	133,09	1,5202	1,778,43	10,9182	2,0421	1,5824	8,9494	1,7504
2009 Ago	7,4440	10,2210	0,86265	1,4268	135,31	1,5236	1,768,99	11,0587	2,0577	1,5522	8,6602	1,7081
2009 Sep	7,4428	10,1976	0,89135	1,4562	133,14	1,5148	1,768,58	11,2858	2,0720	1,5752	8,5964	1,6903
2009 Oct	7,4438	10,3102	0,91557	1,4816	133,91	1,5138	1,739,94	11,4828	2,0714	1,5619	8,3596	1,6341
2009 Nov	7,4415	10,3331	0,89892	1,4914	132,97	1,5105	1,735,17	11,5588	2,0711	1,5805	8,4143	1,6223
2009 Dic	7,4419	10,4085	0,89972	1,4614	131,21	1,5021	1,703,03	11,3296	2,0392	1,5397	8,4066	1,6185
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Dic	0,0	0,7	0,1	-2,0	-1,3	-0,6	-1,9	-2,0	-1,5	-2,6	-0,1	-0,2
	% variación sobre el año anterior											
2009 Dic	-0,1	-3,2	-0,5	8,7	7,1	-2,4	-7,9	8,7	2,5	-7,2	-10,8	-19,5

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631
2009 II	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410
2009 III	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444
2009 IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029
2009 Jun	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675
2009 Jul	25,793	15,6466	0,7006	3,4528	272,06	4,2965	1,9558	4,2184	7,3307	2,1378
2009 Ago	25,646	15,6466	0,7013	3,4528	270,05	4,1311	1,9558	4,2183	7,3287	2,1236
2009 Sep	25,346	15,6466	0,7039	3,4528	271,84	4,1584	1,9558	4,2420	7,3102	2,1711
2009 Oct	25,861	15,6466	0,7088	3,4528	268,49	4,2146	1,9558	4,2871	7,2419	2,1823
2009 Nov	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262
2009 Dic	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013
	% variación sobre el mes anterior									
2009 Dic	1,1	0,0	-0,2	0,0	0,8	-0,5	0,0	-1,4	-0,1	-1,1
	% variación sobre el año anterior									
2009 Dic	-0,1	0,0	-0,1	0,0	3,1	3,5	0,0	7,8	0,9	5,4

	Real brasileño ¹⁾	Yuan renminbi chino	Corona islandesa ²⁾	Rupia india ³⁾	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano ¹⁾	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14.443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 II	2,8245	9,3107	-	66,3982	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
2009 III	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
2009 IV	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2009 Jun	2,7391	9,5786	-	66,9191	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
2009 Jul	2,7221	9,6246	-	68,2333	14.241,51	4,9963	18,8143	2,1873	67,724	44,3881	11,2007	47,969
2009 Ago	2,6314	9,7485	-	68,9570	14.270,78	5,0185	18,5571	2,1097	68,803	45,1972	11,3415	48,543
2009 Sep	2,6520	9,9431	-	70,4154	14.346,84	5,0862	19,5255	2,0691	69,967	44,7624	10,9495	49,239
2009 Oct	2,5771	10,1152	-	69,2160	14.057,25	5,0425	19,5856	2,0065	69,419	43,6188	11,0938	49,504
2009 Nov	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
2009 Dic	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
	% variación sobre el mes anterior											
2009 Dic	-0,8	-2,0	-	-1,9	-2,0	-1,4	-3,9	-0,3	-3,5	1,7	-2,6	-2,2
	% variación sobre el año anterior											
2009 Dic	-20,8	8,2	-	4,5	-9,5	4,4	3,9	-15,5	5,0	15,8	-18,6	3,1

Fuente: BCE.

1) Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de estas monedas. Los datos anteriores son indicativos.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

3) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia frente al euro de esta moneda. Los datos anteriores son indicativos.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

9.1 En otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IAPC											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	.	.	5,6	1,9	.
2009 II	3,1	1,0	1,1	0,2	4,4	4,9	3,6	4,3	6,1	1,7	2,1
III	0,8	-0,1	0,6	-0,9	1,2	2,4	4,9	4,3	5,0	1,7	1,5
IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	.	.	4,5	2,3	.
2009 Ago	1,3	0,0	0,7	-0,7	1,5	2,2	5,0	4,3	4,9	1,9	1,6
Sep	0,2	-0,3	0,5	-1,7	0,1	2,3	4,8	4,0	4,9	1,4	1,1
Oct	0,3	-0,6	0,6	-2,1	-1,2	1,0	4,2	3,8	4,3	1,8	1,5
Nov	0,9	0,2	0,9	-2,1	-1,4	1,3	5,2	3,8	4,6	2,4	1,9
Dic	1,6	0,5	1,2	-1,9	-1,4	1,2	.	.	4,7	2,8	.
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,3	-0,5	-0,4	-9,3	-3,6	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,7	4,5	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,8	-2,1	3,4	-2,7	-4,1	-3,2	-3,8	-3,6	-5,5	2,5	-5,0
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2006	22,7	29,4	31,3	4,5	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,2
2007	18,2	29,0	26,8	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,5	44,2
2008	14,1	30,0	33,5	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,6	38,0	52,0
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2009 Jul	7,56	5,41	3,74	-	12,75	14,50	8,81	6,19	11,46	3,37	3,55
Ago	7,77	5,09	3,60	-	12,81	14,50	8,40	6,08	11,46	3,45	3,45
Sep	7,45	5,01	3,65	-	13,27	14,50	7,91	6,17	11,00	3,38	3,42
Oct	7,08	4,50	3,60	-	13,51	14,50	7,45	6,15	9,13	3,25	3,34
Nov	6,53	4,19	3,62	-	13,75	14,50	7,37	6,14	8,24	3,27	3,46
Dic	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,59
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 Jul	5,69	2,09	2,06	6,16	16,94	8,41	9,99	4,26	9,21	0,67	1,00
Ago	5,30	1,92	1,94	5,85	13,06	7,98	9,02	4,16	9,06	0,62	0,78
Sep	5,11	1,88	1,76	5,58	11,58	7,07	8,78	4,18	9,05	0,55	0,61
Oct	4,84	1,87	1,58	5,44	13,49	6,59	7,34	4,18	10,03	0,50	0,57
Nov	4,80	1,80	1,56	4,54	11,87	5,39	7,56	4,19	10,19	0,48	0,61
Dic	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
PIB real											
2007	6,2	6,1	1,7	7,2	10,0	9,8	1,0	6,8	6,2	2,5	2,6
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,1	-0,2	0,5
2009 I	-3,5	-4,2	-3,9	-15,0	-18,7	-13,1	-5,5	1,5	-6,2	-6,3	-5,2
II	-4,9	-4,7	-7,0	-16,1	-17,3	-19,7	-7,2	1,3	-8,7	-5,8	-5,8
III	-5,4	-4,1	-5,4	-15,6	-19,3	-14,2	-7,9	1,0	-7,1	-5,2	-5,1
Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB											
2007	-27,2	-2,6	1,5	-16,8	-20,4	-12,8	-6,1	-3,6	-12,8	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009 I	-17,2	4,4	1,1	0,8	4,2	4,7	-0,3	2,6	-3,7	7,6	-0,3
II	-12,4	-2,6	4,6	7,9	16,8	3,6	4,4	-0,1	-5,4	9,1	-0,7
III	4,7	-1,6	5,7	9,6	11,8	6,8	4,7	-1,0	-2,1	6,9	-0,8
Costes laborales unitarios											
2007	14,2	2,9	4,9	17,3	27,3	6,5	5,4	2,6	15,2	4,7	3,0
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,1	9,3	4,5	6,9	.	2,8	2,8
2009 I	16,1	5,5	7,1	10,0	8,2	14,2	-	5,2	-	8,2	4,5
II	14,2	4,3	9,4	3,4	-1,7	10,8	-	4,0	-	7,0	6,6
III	10,2	2,2	5,1	1,5	-13,0	-3,2	-	4,5	-	5,0	4,2
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,2	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009 I	5,9	5,6	4,7	10,9	13,2	10,9	9,2	7,7	6,2	7,5	7,0
II	6,3	6,4	5,9	13,3	16,4	13,5	9,7	8,1	6,4	8,2	7,7
III	7,0	7,3	6,2	15,2	19,0	14,6	10,5	8,4	7,2	8,6	7,8
2009 Jul	6,7	7,0	6,1	-	18,0	14,6	10,2	8,3	7,2	8,5	7,8
Ago	7,0	7,3	6,0	-	18,9	14,6	10,5	8,4	7,2	8,6	7,8
Sep	7,2	7,5	6,5	-	20,1	14,6	10,7	8,5	7,2	8,7	7,9
Oct	7,5	7,7	6,9	-	21,3	.	10,8	8,7	.	8,8	.
Nov	7,8	7,9	7,2	-	22,3	.	10,8	8,8	.	8,9	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

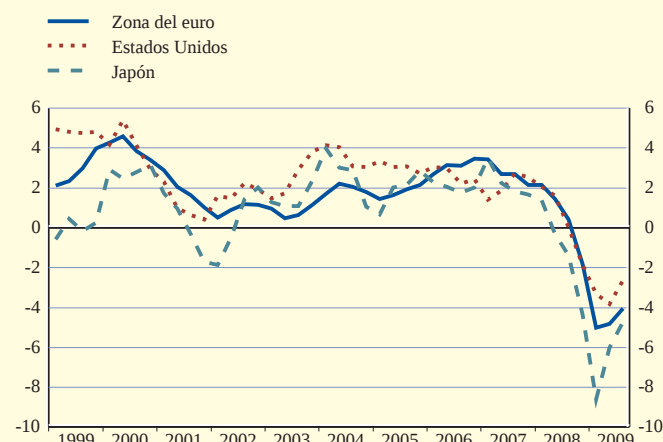
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios (manufacturas) ¹⁾	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado mone- tario amplio ²⁾	Tipos de depósitos inter- bancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero) ³⁾ fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/ superávit (+) presupues- tario en % del PIB	Deuda pública bruta en del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	.	.	.	.	9,3	.	0,69	4,17	1,3948	.	.
2008 IV	1,6	1,7	-1,9	-8,7	7,0	8,3	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,3
2009 I	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,2	9,4	1,24	2,96	1,3029	-9,9	60,0
II	-1,2	0,3	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
III	-1,6	-1,4	-2,6	-10,6	9,6	7,6	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
IV	.	.	.	.	10,0	.	0,27	4,17	1,4779	.	.
2009 Ago	-1,5	-	-	-11,3	9,7	7,9	0,42	3,77	1,4268	-	-
Sep	-1,3	-	-	-7,0	9,8	6,7	0,30	3,61	1,4562	-	-
Oct	-0,2	-	-	-7,6	10,1	5,4	0,28	3,71	1,4816	-	-
Nov	1,8	-	-	-4,4	10,0	5,1	0,27	3,44	1,4914	-	-
Dic	.	-	-	.	10,0	.	0,25	4,17	1,4614	-	-
Japón											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	1,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	.	.	.	.	.	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2008 IV	1,0	3,9	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,21	126,71	.	.
2009 I	-0,1	3,9	-8,6	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
II	-1,0	2,5	-6,0	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
III	-2,2	.	-4,7	-20,1	5,5	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	.	.	.	.	.	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2009 Ago	-2,2	-	-	-19,0	5,5	2,8	0,40	1,44	135,31	-	-
Sep	-2,2	-	-	-18,4	5,3	3,0	0,36	1,45	133,14	-	-
Oct	-2,5	-	-	-15,1	5,1	3,4	0,33	1,58	133,91	-	-
Nov	-1,9	-	-	-3,9	5,2	3,3	0,31	1,41	132,97	-	-
Dic	.	-	-	.	.	3,1	0,28	1,42	131,21	-	-

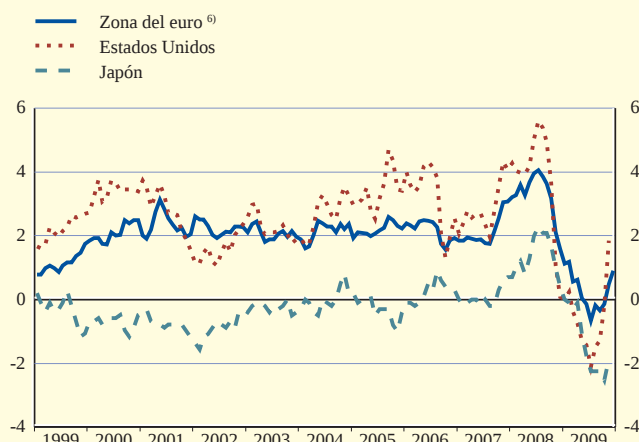
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



C38 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.

4) Para más información, véase sección 8.2.

5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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



LISTA DE GRÁFICOS

C1	Agregados monetarios	S12
C2	Contrapartidas	S12
C3	Componentes de los agregados monetarios	S13
C4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
C5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
C6	Préstamos a hogares	S14
C7	Préstamos a las AAPP	S16
C8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
C9	Depósitos totales por sector (intermediarios financieros)	S17
C10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (intermediarios financieros)	S17
C11	Depósitos totales por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector (sociedades no financieras y hogares)	S18
C13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
C14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
C15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
C16	Emisiones netas de valores distintos de acciones desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
C17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
C18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
C19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
C20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
C21	Nuevos depósitos a plazo	S43
C22	Nuevos préstamos sin fijación de tipo y hasta un año de fijación inicial del tipo	S43
C23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
C24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
C25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
C26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
C27	Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
C28	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S59
C29	Deuda según los criterios Maastricht	S59
C30	Cuenta corriente	S60
C31	Bienes	S61
C32	Servicios	S61
C33	Inversiones netas directas y de cartera	S64
C34	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S69
C35	Tipos de cambio efectivos	S72
C36	Tipos de cambio bilaterales	S72
C37	Producto interior bruto a precios constantes	S75
C38	Índices de precios de consumo	S75



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:

$$b) \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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, revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se derivan 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:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Del mismo modo, las operaciones trimestrales F_t^Q del trimestre que finaliza en el mes t se definen como:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice (de las series sin desestacionalizar) es en este momento igual a 100 en diciembre de 2006. 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:

$$f) a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 g) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento interanual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual a_t^M se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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 f) o g).

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:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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 g).

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO¹

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA². La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo, indirectamente, mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se

obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados³. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican, luego, 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 de días laborables) se revisan con periodicidad anual o según proceda.

SECCIONES 3.1 A 3.5

IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. 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 y 3.2 se calculan de la manera siguiente:

- 1 Para más detalles, 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 detalles, 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 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta sólo 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 sólo 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 las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define sólo 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 neta disponible, 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 a la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias netas de capital (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el con-

sumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones en activos financieros y el total de operaciones en 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, que se calculan a partir de la cuenta de capital y de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan sumando a las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital las otras variaciones producidas en el patrimonio (riqueza) financiero neto. Actualmente excluyen las otras variaciones de los activos no financieros, debido a que no se dispone de datos.

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 son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto atribuibles a operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Por último, las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos, mientras que las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan por la diferencia entre el total de las otras variaciones de activos financieros y el total de las otras variaciones de pasivos.

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, exclu-

yen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si N_t^M representa el flujo (emisiones netas) en el mes t y L_t el saldo vivo a fin del mes t , el índice I_t de los saldos nominales en el mes t queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Como base, se fija el índice igual a 100 en diciembre de 2001. 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:

$$k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde I_t es el índice de saldos nominales del mes t . Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican a continuación a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan a intervalos anuales o según proceda.

Al igual que en las fórmulas k) y l), 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:

4 Para más detalles, 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».

$$o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC⁴

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluidos los servicios y la energía. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan con periodicidad anual o según 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

(véase nota 2 de la página S78). En los datos originales de la balanza de bienes, servicios y rentas se realiza un ajuste previo para tener en cuenta los efectos de días laborables. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de los datos de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias. Los factores estacionales (y de calendario) se revisan con periodicidad semestral 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 trimestrales (L_t) de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.



NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro», del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en la dirección del BCE en Internet (www.ecb.europa.eu), pueden consultarse series de datos más largas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través del «Statistical Data Warehouse» (<http://sdw.ecb.europa.eu>), del BCE, que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintas bases 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 13 de enero de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 se refieren al Euro-16 (la zona del euro que incluye Eslovaquia) para la serie temporal completa. En cuanto a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, lo que, cuando procede, se indica en los cuadros mediante una nota a pie de página. En tales casos, cuando se dispone de datos brutos, las variaciones absolutas y porcentuales para el año respectivo de incorporación a la zona del euro de Grecia (2001), Eslovenia (2007), Chipre (2008), Malta (2008) y Eslovaquia (2009), calculadas tomando como base el año anterior al año de incorporación, utilizan una serie que tiene en cuenta el impacto de la incorporación de estos países a la zona. Los datos históricos que hacen referencia a la zona del euro antes de la integración de Eslovaquia pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>).

Las series estadísticas que corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas se basan en la composición geográfica de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores a 2001 se refieren al Euro-11, es decir, los siguientes once Estados miembros de la UE: Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Los datos correspondientes al período comprendido entre 2001 y 2006 se refieren al Euro-12, es decir, los once anteriores más Grecia. Los datos de 2007 se refieren al Euro-13, es decir, el Euro-12 más Eslovenia. Los datos de 2008 se refieren al Euro-15, es decir, el Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir de 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, el Euro-15 más Eslovaquia.

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 correspondiente, 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 de monedas nacionales convertidas al tipo de cambio irrevocable del euro que se estableció 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 consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos a menudo son provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

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>).

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, 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 otros cambios.

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 factores 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 las emisiones de valo-

res 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 los períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito concreta se calcula aplicando los coeficientes de reservas para las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuenta corriente (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidas aquellas que cumplen las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes por encima de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes por debajo de las reservas obligatorias durante el período de mantenimiento, 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 euros, en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema. 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 FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras monetarias, 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 comunitario, 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 página 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 de los pasivos 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 días laborables. En la partida 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 dicha 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 por sector, finalidad y plazo a la emisión de los préstamos concedidos por las IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario). En la sección 2.5 se presenta un análisis por sectores e instrumentos de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones que se obtienen a partir de las diferencias en los saldos ajustados por reclasificaciones, revalorizaciones, variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. La sección 2.7 incluye algunas revalorizaciones utilizadas en la obtención de las operaciones. Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones, en términos de variaciones interanuales. En la sección 2.8 se muestra un detalle trimestral, por monedas, de algunas partidas del balance de las IFM.

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 publicación «Guidance Notes to Regulation ECB/2001/13 on MFI Balance Sheet Statistics» (BCE, noviembre de 2002) se explican las prácticas que se recomienda seguir a los BCN. A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopila y se elabora conforme al Reglamento BCE/1998/16, de 1 de diciembre de 1998, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias², cuya última modificación es el Reglamento BCE/2003/10³.

2 DO L 356, de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250, de 2.10.2003, p. 17.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 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 según la política de inversión [es decir, en fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y según el tipo de fondo [es decir, fondos de inversión de capital variable (*open-end fund*) y de capital fijo (*close-end fund*)]. En la sección 2.10 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.

En el *Manual on investment fund statistics* figura más información sobre estas estadísticas de fondos de inversión. Desde diciembre de 2008, se ha recopilado información estadística armonizada con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

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 renta 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 disponible, 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 netas de capital a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad neta 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 llamadas «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, 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 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 facilite 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 hayan 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 sobre valores distintos de acciones y sobre 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 los 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 menor o igual a un año (en casos excepcionales, menor o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Se calcula que la cobertura de los datos sobre emisiones de valores distintos de acciones se sitúa en torno al 95% del total emitido por residentes en la zona del euro. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se

presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

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 y participaciones 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 sec-

ción 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 de 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 del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Véanse las Notas Técnicas, para más información.

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 de los tipos 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 para 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 la vista, 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 la vista 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 del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha eran los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). Para Estados Unidos y Japón, los tipos de interés aplicados a los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés de fin de período estimados a partir de las curvas de ti-

pos 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 Svensson⁴. 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 descritos en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados para la zona del euro se obtienen por agregación de los datos individuales de los países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los costes laborales por hora, al PIB y a los componentes de gasto, valor añadido por ramas de actividad, producción industrial, ventas del comercio al por menor y matriculaciones de automóviles están ajustadas de variaciones en el número de días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) para 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

⁴ Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

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, elaborados por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales⁵. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos⁶. El detalle por uso final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en los grandes sectores industriales definidos en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007⁷. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos desgravables. La producción industrial refleja el valor añadido de las industrias 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 uso son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales⁸, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003⁹. Se dispone del detalle de los costes laborales por hora para la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de los empleadores, más los impuestos abonados por el empleador, menos los subsidios recibidos por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

Los nuevos pedidos (cuadro 4 de la sección 5.2) recogen los pedidos recibidos durante el período de referencia en las ramas de actividad que basan

5 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

6 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

7 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

8 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

9 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

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 y de 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. Las series de la zona del euro excluyen Chipre y Malta.

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 2 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 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. Los datos relativos al déficit y la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por

la Comisión Europea en el procedimiento sobre déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000¹⁰, que modifica al 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 sobre déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen datos resumidos para cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el ámbito del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits que se presentan para los países individuales de la zona del euro se corresponden con el código EDP B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por el efecto del tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas¹¹. 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 Re-

10 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

11 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

12 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

glamento (CE) nº 501/2004 y el Reglamento (CE) nº 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTA AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y en las estadísticas de posición de inversión internacional (p.i.i.) (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 del BCE en materia de estadísticas (BCE/2004/15)¹², modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)¹³. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión directa extranjera (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, 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) está disponible en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (www.cmfb.org). Puede consultarse en la dirección del BCE en Internet 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 Marco de Calidad de las Estadísticas del BCE, publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de

Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del Boletín Mensual de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Los 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 8 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 organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internaciona-

les. Además, no se proporcionan datos por separado sobre la renta de la inversión pendiente de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. La desagregación geográfica se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la p.i.i. 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 economía 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 p.i.i. 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 otra inversión (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 p.i.i. 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 p.i.i. y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. La desagregación de las variaciones de la p.i.i. anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones con 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, esto es, 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 de las reservas internacionales del Euro-sistema 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 las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el 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.

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 transacciones de balanza de pagos que reflejan las operaciones de las IFM. En estas operaciones 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 áreas geográficas (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 los precios industriales de exportación (o precios industriales 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 c.i.f. (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros

registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio f.o.b. (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, incluidos 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, correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, con los socios comerciales de la zona, 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-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, México, Marruecos, Nueva Zelanda, Filipinas, Rusia, Sudáfrica,

Taiwán, Tailandia, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando como deflatores el índice de precios de consumo, el índice de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro», 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 como tipos de referencia para estas monedas.

EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. 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



11 DE ENERO Y 8 DE FEBRERO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 3,5%, 4,5% y 2,5%, respectivamente.

8 DE MARZO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 14 de marzo de 2007. 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 4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 14 de marzo de 2007.

12 DE ABRIL Y 10 DE MAYO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 3,75%, 4,75% y 2,75%, respectivamente.

6 DE JUNIO DE 2007

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de junio de 2007. 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 5% y el 3%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 13 de junio de 2007.

5 DE JULIO, 2 DE AGOSTO, 6 DE SEPTIEMBRE, 4 DE OCTUBRE, 8 DE NOVIEMBRE Y 6 DE DICIEMBRE DE 2007, 10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 10 DE ABRIL, 8 DE MAYO Y 5 DE JUNIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 4%, 5% y 3%, respectivamente.

3 DE JULIO DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide elevar el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 9 de julio de 2008. 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 5,25% y el 3,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 9 de julio de 2008.

7 DE AGOSTO, 4 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo mínimo de puja 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 4,25%, 5,25% y 3,25%, respectivamente.

8 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,75%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el

¹ La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y el 2006 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

4,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos inmediatos. Además, el Consejo de Gobierno decide que, a partir de la operación que se liquidará el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarán a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a la operación principal de financiación. Por otra parte, a partir del 9 de octubre, el BCE reducirá la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Las dos medidas continuarán aplicándose durante todo el tiempo que se estime necesario y, como mínimo, hasta el final del primer período de mantenimiento de 2009, que concluirá el 20 de enero.

15 DE OCTUBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide ampliar el sistema de activos de garantía y mejorar la provisión de liquidez. Para ello, el Consejo de Gobierno decide: (i) ampliar la lista de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, que permanecerá vigente hasta el final de 2009; (ii) mejorar la provisión de liquidez en las operaciones de financiación a plazo más largo a partir del 30 de octubre de 2008 y hasta el final del primer trimestre de 2009, y (iii) ofrecer liquidez en dólares estadounidenses mediante swaps de divisas.

6 DE NOVIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 3,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 12 de noviembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 50 puntos básicos, hasta el 3,75% y el 2,75%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 12 de noviembre de 2008.

4 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en 75 puntos básicos, hasta situarlo en el 2,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de diciembre de 2008. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 75 puntos básicos, hasta el 3% y el 2%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 10 de diciembre de 2008.

18 DE DICIEMBRE DE 2008

El Consejo de Gobierno del BCE decide que las operaciones principales de financiación continúen llevándose a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena tras el período de mantenimiento que finalizará el 20 de enero de 2009. Esta medida permanecerá vigente mientras se estime necesario, como mínimo hasta la última adjudicación del tercer período de mantenimiento de 2009, que se efectuará el 31 de marzo. Además, a partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes, que el 9 de octubre de 2008 se redujo a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, volverá a ampliarse simétricamente en 200 puntos básicos.

15 DE ENERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 2%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 21 de enero de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 3% y el 1%, respectivamente, con efectos a partir del 21 de enero del 2009, de conformidad con la decisión adoptada el 18 de diciembre de 2008.

5 DE FEBRERO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 2%, 3% y 1%, respectivamente.

5 DE MARZO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,5%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de marzo de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,5% y el 0,5%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de marzo de 2009.

Además, el Consejo de Gobierno decide mantener el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena para todas las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo especial y las operaciones de financiación a plazo más largo ordinarias y complementarias durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después del final de 2009. Asimismo, el Consejo de Gobierno decide mantener el actual perfil de frecuencia y de vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo complementarias y de las operaciones de financiación a plazo especial durante el tiempo que sea necesario, y, en cualquier caso, hasta después de final de 2009.

2 DE ABRIL DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de abril de 2009. Asimismo, decide que los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúen en el 2,25% y el 0,25%, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 8 de abril de 2009.

7 DE MAYO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 1%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de mayo de 2009. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,75%, con efectos a partir del 13 de mayo de 2009, y que el tipo de interés de la facilidad de depósito se mantenga sin cambios en el 0,25%. Además, el Consejo de Gobierno del BCE decide seguir con su política de apoyo al crédito y acuerda, en particular, que el Eurosistema realizará operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Asimismo, decide, en principio, que el Eurosistema adquirirá instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro.

4 DE JUNIO DE 2009

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo, el Consejo de Gobierno del BCE decide sobre detalles técnicos relacionados con la compra de instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* denominados en euros y emitidos en la zona del euro acordada el 7 de mayo de 2009.

2 DE JULIO, 6 DE AGOSTO, 3 DE SEPTIEMBRE, 8 DE OCTUBRE, 5 DE NOVIEMBRE Y 3 DE DICIEMBRE DE 2009 Y 14 DE ENERO 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.



DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO A PARTIR DE 2009



Esta lista facilita información a los lectores sobre una selección de documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de enero de 2009. La lista de documentos de trabajo incluye únicamente los publicados entre octubre y diciembre de 2009. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Salvo que se indique otra cosa, las publicaciones pueden obtenerse gratuitamente, siempre que haya existencias, enviando una petición por correo a info@ecb.europa.eu.

La lista completa de los documentos publicados por el Banco Central Europeo y por el Instituto Monetario Europeo se encuentra en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu>).

INFORME ANUAL

«Informe Anual 2008», abril 2009.

ARTÍCULOS DEL BOLETÍN MENSUAL

«Riqueza inmobiliaria y consumo privado en la zona del euro», enero 2009.
«Acumulación de activos exteriores por parte de las autoridades en los mercados emergentes», enero 2009.
«Nueva evidencia procedente de una encuesta sobre el proceso de determinación de los salarios en Europa», febrero 2009.
«Evaluación de las tendencias mundiales de proteccionismo», febrero 2009.
«Financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril 2009.
«Revisiones de las estimaciones del PIB de la zona de euro», abril 2009.
«Composición funcional del gasto público en la Unión Europea», abril 2009.
«Expectativas e instrumentación de la política monetaria», mayo 2009.
«Cinco años en la Unión Europea», mayo 2009.
«Agencias de calificación crediticia: evolución y cuestiones de política», mayo 2009.
«Impacto en las finanzas públicas de la zona del euro del apoyo de los Gobiernos al sector bancario», julio 2009.
«La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007», julio 2009.
«Rotación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno del BCE», julio 2009.
«Financiación de la vivienda en la zona del euro», agosto 2009.
«Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», agosto 2009.
«La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre 2009.
«Evolución reciente de los balances del Eurosistema, de la Reserva Federal y del Banco de Japón», octubre 2009.
«Desarrollo financiero en las economías emergentes: valoración e implicaciones de política económica», octubre 2009.
«Política de comunicación de los bancos centrales en períodos de elevada incertidumbre», noviembre 2009.
«El análisis monetario en un entorno de turbulencias financieras», noviembre 2009.
«La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», noviembre 2009.
«La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera», enero 2010.
«Relaciones del BCE con las instituciones y los órganos de la Unión Europea: tendencias y perspectivas», enero 2010.
«Derechos de los hogares en los sistemas públicos de pensiones de la zona del euro: resultados obtenidos aplicando el nuevo sistema de cuentas nacionales», enero 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Disponible mensualmente desde agosto de 2003.

DOCUMENTOS DE TRABAJO JURÍDICOS

- 8 «National rescue measures in response to the current financial crisis», A. Petrovic y R. Tutsch, julio 2009.
- 9 «The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations», S. E. Lambrinoc, noviembre 2009.
- 10 «Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections», P. Athanassiou, diciembre 2009.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 100 «Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use», the Eurosystem Household Finance y Consumption Network, enero 2009.
- 101 «Housing finance in the euro area», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, marzo 2009.
- 102 «Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications», E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel y D. Santabàrbara, abril 2009.
- 103 «Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets», Raymond Ritter, abril 2009.
- 104 «Fiscal policy challenges in oil-exporting countries: a review of key issues», M. Sturm, F. Gurtner y J. González Alegre, junio 2009.
- 105 «Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications», L. Bê Duc y G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 «Monetary policy strategy in a global environment», P. Moutot y G. Vitale, agosto 2009.
- 107 «The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil», S. Cheun, I. von Köppen-Mertes y B. Weller, diciembre 2009.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

«Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1097 «Monetary and fiscal policy aspects of indirect tax changes in a monetary union», A. Lipińska y L. von Thadden, octubre 2009.
- 1098 «Gauging the effectiveness of quantitative forward guidance: evidence from three inflation targeters», M. Andersson y B. Hofmann, octubre 2009.
- 1099 «Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model», G. Fernández de Córdoba, J. J. Pérez y J. L. Torres, octubre 2009.
- 1100 «Weak and strong cross section dependence and estimation of large panels», A. Chudik, M. Hashem Pesaran y E. Tosetti, octubre 2009.
- 1101 «Fiscal variables and bond spreads – evidence from eastern European countries and Turkey», C. Nickel, P. C. Rother y J. C. Rülke, octubre 2009.
- 1102 «Wage-setting behaviour in France: additional evidence from an ad hoc survey», J. Montornés y J.-B. Sauner-Leroy, octubre 2009.

- 1103 «Inter-industry wage differentials: how much does rent sharing matter?», P. Du Caju, F. Rycx e I. Tojerow, octubre 2009.
- 1104 «Pass-through of external shocks along the pricing chain: a panel estimation approach for the euro area», B. Landau y F. Skudelny, noviembre 2009.
- 1105 «Downward nominal and real wage rigidity: survey evidence from European firms», J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõdm, noviembre 2009.
- 1106 «The margins of labour cost adjustment: survey evidence from European firms», J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina y T. Rõdm, noviembre 2009.
- 1107 «Interbank lending, credit risk premia and collateral», F. Heider y M. Hoerova, noviembre 2009.
- 1108 «The role of financial variables in predicting economic activity», R. Espinoza, F. Fornari y M. J. Lombardi, noviembre 2009.
- 1109 «What triggers prolonged inflation regimes? A historical analysis», I. Vansteenkiste, noviembre 2009.
- 1110 «Putting the New Keynesian DSGE model to the real-time forecasting test», M. Kolasa, M. Rubaszek y P. Skrzypczyński, noviembre 2009.
- 1111 «A stable model for euro area money demand: revisiting the role of wealth», A. Beyer, noviembre 2009.
- 1112 «Risk spillover among hedge funds: the role of redemptions and fund failures», B. Klaus y B. Rzepkowski, noviembre 2009.
- 1113 «Volatility spillovers and contagion from mature to emerging stock markets», J. Beirne, G. M. Caporale, M. Schulze-Ghattas y N. Spagnolo, noviembre 2009.
- 1114 «Explaining government revenue windfalls and shortfalls: an analysis for selected EU countries», R. Morris, C. Rodrigues Braz, F. de Castro, S. Jonk, J. Kremer, S. Linehan, M. Rosaria Marino, C. Schalck y O. Tkacevs, noviembre 2009.
- 1115 «Estimation and forecasting in large datasets with conditionally heteroskedastic dynamic common factors», L. Alessi, M. Barigozzi y M. Capasso, noviembre 2009.
- 1116 «Sectorial border effects in the European Single Market: an explanation through industrial concentration», G. Cafiso, noviembre 2009.
- 1117 «What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth», J. Slacalek, noviembre 2009.
- 1118 «Discretionary fiscal policies over the cycle: new evidence based on the ESCB disaggregated approach», L. Agnello y J. Cimadomo, noviembre 2009.
- 1119 «Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area», M. Buchmann, diciembre 2009.
- 1120 «Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States», J. Beirne y M. Bijsterbosch, diciembre 2009.
- 1121 «Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets», A. Popov, diciembre 2009.
- 1122 «Monetary policy shocks and portfolio choice», M. Fratzscher, C. Saborowski and R. Straub, diciembre 2009.
- 1123 «Monetary policy and the financing of firms», F. De Fiore, P. Teles y O. Tristani, diciembre 2009.
- 1124 «Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area», O. Castrén e I. K. Kavonius, diciembre 2009.
- 1125 «Leading indicators in a globalised world», F. Fichtner, R. Ruffer y B. Schnatz, diciembre 2009.
- 1126 «Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk», F. Heider, M. Hoerova y C. Holthausen, diciembre 2009.
- 1127 «The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09», J. W. Ejsing y W. Lemke, diciembre 2009.

- 1128 «EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy», G. Amisano, N. Giammarioli y L. Stracca, diciembre 2009.
- 1129 «Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries», M. Andersson, K. Masuch y M. Schiffbauer, diciembre 2009.
- 1130 «Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment», S. Delle Chiaie, diciembre 2009.
- 1131 «What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?», M. G. Attinasi, C. Checherita y C. Nickel, diciembre 2009.
- 1132 «A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information», J. Paredes, D. J. Pedregal y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1133 «Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment», P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes y J. J. Pérez, diciembre 2009.
- 1134 «Would the Bundesbank have prevented the great inflation in the United States?», L. Benati, diciembre 2009.
- 1135 «Return to retail banking and payments», I. Hasan, H. Schmiedel y L. Song, diciembre 2009.
- 1136 «Payment scale economies, competition and pricing», D. B. Humphrey, diciembre 2009.
- 1137 «Regulating two-sided markets: an empirical investigation», S. Carbó Valverde, S. Chakravorti, F. Rodríguez Fernández, diciembre 2009.
- 1138 «Credit card interchange fees», J. C. Rochet y J. Wright, diciembre 2009.
- 1139 «Pricing payment cards», O. Bedre y E. Calvano, diciembre 2009.
- 1140 «SEPA, efficiency and payment card competition», W. Bolt y H. Schmiedel, diciembre 2009.
- 1141 «How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence», S. Carbó Valverde y J. M. Liñares-Zegarra, diciembre 2009.
- 1142 «Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?», B. Scholnick, diciembre 2009.
- 1143 «What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market», B. Alexandrova-Kabadjova y J. Luis Negrín, diciembre 2009.
- 1144 «Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata», U. von Kalckreuth, T. Schmidt y H. Stix, diciembre 2009.

OTRAS PUBLICACIONES

- «Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament», enero 2009 (solo en Internet).
- «Euro money market study 2008», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Eurosysteem oversight policy framework», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments», febrero 2009 (solo en Internet).
- «European Commission's consultation on hedge funds – Eurosysteem contribution», febrero 2009 (solo en Internet).
- «Guiding principles for bank asset support schemes», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament», marzo 2009 (solo en Internet).
- «Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes», marzo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields», marzo 2009 (solo en Internet).

«Expectativas del Eurosistema sobre la SEPA», marzo 2009 (solo en Internet).

«Housing finance in the euro area», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report», marzo 2009 (solo en Internet).

«Manual on investment fund statistics», mayo 2009 (solo en Internet).

«EU banks' funding structures and policies», mayo 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET2 oversight assessment report», mayo 2009 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report», mayo 2009 (solo en Internet).

«The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008)», mayo 2009.

«Financial Stability Review», junio 2009.

«Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR)», junio 2009 (solo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2009.

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – julio 2009», agosto 2009 (solo en internet).

«Oversight framework for direct debit schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Oversight framework for credit transfer schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes», agosto 2009 (solo en Internet).

«Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update», agosto 2009.

«EU banking sector stability», agosto 2009 (solo en Internet).

«Credit default swaps and counterparty risk», agosto 2009 (solo en Internet).

«OTC derivatives and post-trading infrastructures», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – agosto 2009», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution», septiembre 2009 (solo en Internet).

«ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area», septiembre 2009 (solo en Internet).

«The euro at ten – lessons and challenges», Fifth ECB Central Banking Conference volume, septiembre 2009.

«Euro money market survey», septiembre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – septiembre 2009», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain», octubre 2009 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote», octubre 2009 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – octubre 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).

«Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution», noviembre 2009 (solo en Internet).
«Eurosystem oversight report 2009», noviembre 2009 (solo en Internet).
«Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems», diciembre 2009 (solo en Internet).
«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – noviembre 2009», diciembre 2009 (solo en Internet).
«New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges», diciembre 2009 (solo en Internet).
«Financial Stability Review», diciembre 2009.
«Retail payments – integration and innovation», diciembre 2009 (solo en Internet).

FOLLETOS INFORMATIVOS

«El Banco Central Europeo, el Eurosistema, el Sistema Europeo de Bancos Centrales», abril 2009.
«La estabilidad de precios: ¿por qué es importante para ti?», abril 2009.
«The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market», julio 2009.



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 exteriores netos de las IFM: Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

Administraciones Públicas: Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas): La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

Apoyo reforzado al crédito: Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

Balance consolidado del sector de las IFM: Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

Balanza de pagos: Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

Comercio exterior de bienes: Exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

Costes laborales unitarios: Medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro: Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

Cuenta corriente: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre residentes y no residentes.

Cuenta de capital: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

Cuentas de capital: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

Cuenta financiera: Cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

Cuentas financieras: Parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

Curva de rendimientos: Representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores distintos de acciones suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

Déficit (Administraciones Públicas): Necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

Deflación: Descenso generalizado, persistente y autosostenido en un amplio conjunto de precios, provocado por una caída de la demanda agregada, que queda incorporado a las expectativas.

Desinflación: Proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

Deuda (Administraciones Públicas): Deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores distintos de acciones) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

Deuda (cuentas financieras): Préstamos de los hogares y préstamos, pasivos en forma de depósitos, 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 pública indiciada con la inflación: Valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

Encuesta a expertos en previsión económica (EPE): Encuesta trimestral que el BCE viene realizando desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB): Encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

Encuestas a los directores de compras de la zona del euro: Encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

Encuestas de opinión de la Comisión Europea: Encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

EONIA (índice medio del tipo del euro a un día): Medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

Estabilidad de precios: El mantenimiento de la estabilidad de precios es el objetivo principal del Euro-sistema. El Consejo de Gobierno define la estabilidad de precios como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

EURIBOR (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro): Tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra, calculado diariamente para los depósitos interbancarios con distintos vencimientos hasta doce meses.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros que ya han adoptado el euro.

Exigencia de reservas: Reservas mínimas que una entidad de crédito ha de mantener en el Eurosistema durante un período de mantenimiento predeterminado. Las exigencias se calculan sobre la base de la media de los saldos diarios en la cuenta de reservas durante el período de mantenimiento.

Facilidad de depósito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, remunerados a un tipo de interés especificado previamente.

Facilidad marginal de crédito: Facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para recibir créditos a un día de un BCN a un tipo de interés especificado previamente, a cambio de activos de garantía.

Factores autónomos de liquidez: Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario): Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

IFM (instituciones financieras monetarias): Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen el Eurosistema, las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho comunitario) y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos). Este último grupo está compuesto, fundamentalmente, por fondos del mercado monetario, esto es, fondos que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo, normalmente con vencimiento no superior a un año.

Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC): Medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

Índice de costes laborales por hora: Medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

Índice de salarios negociados: Medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

Inflación: Incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

Inversiones de cartera: Operaciones y/o posiciones netas de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y operaciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende acciones y participaciones y valores distintos de acciones (bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario). Las operaciones se registran al precio real pagado o cobrado, excluidos los gastos y las comisiones. Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho a voto.

Inversiones directas: Inversión transfronteriza realizada con objeto de obtener una participación permanente en una empresa residente en otra economía (en la práctica, esta participación debe ser igual, al

menos, al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto). Comprende acciones y participaciones, beneficios reinvertidos y otro capital asociado con préstamos entre empresas relacionadas. Las inversiones directas registran las operaciones/posiciones netas de residentes en la zona del euro en activos del exterior (como «inversión directa en el exterior») y las operaciones/posiciones netas de no residentes en activos de la zona del euro (como «inversión directa en la zona del euro»).

M1: Agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

M2: Agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

M3: Agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años.

MTC II (mecanismo de tipos de cambio II): Mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

Necesidad de financiación (Administraciones Públicas): Contracción neta de deuda por las Administraciones Públicas.

Operaciones de financiación a plazo más largo: Operaciones de crédito con vencimiento superior a una semana realizadas por el Eurosistema en forma de operaciones temporales. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

Operación principal de financiación: Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

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.

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 el tipo de interés 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.

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 con la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales): Medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a las monedas de dos grupos de socios comerciales: el TCE-21, integrado por los 11 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-41, compuesto por el TCE-21 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.

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 a medio plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios. 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. Comprenden las 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 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.