



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

**BOLETÍN MENSUAL
MAYO**

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



BOLETÍN MENSUAL MAYO 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 5 de mayo de 2010.

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



ÍNDICE

EDITORIAL

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

Recuadros

1	Medidas adicionales decididas por el Consejo de Gobierno	
2	Evolución del mercado inmobiliario en la zona del euro y su impacto sobre los préstamos al sector privado	11
3	Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010	17
4	El tamaño y la composición del endeudamiento público en la zona del euro	59
5	Integración financiera y la crisis financiera de 2008: una perspectiva de asignación de carteras internacionales	76
6	El programa de ajuste económico y financiero de Grecia	
7	Cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2009	83
8	Evolución de los salarios en la zona del euro y Estados Unidos durante la reciente recesión económica: análisis comparativo	
9	Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro	83
10	Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al segundo trimestre de 2010	
11	Precio de las exportaciones fuera de la zona del euro y transmisión de los tipos de cambio	83
12	Evolución reciente de la deuda externa bruta de la zona del euro	90

5 ARTÍCULOS

Transmisión de la política monetaria en la zona del euro un decenio después de la introducción del euro **93**
 La «Gran Inflación»: enseñanzas para la política monetaria **109**

83 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO SI

ANEXOS

8 Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
 Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de 2009 **VII**
 Glosario **XIII**

25

35

42

51

53

63

67

70

84

90

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	Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Unión Europea
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
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 6 de mayo 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 nueva información disponible desde su reunión del 8 de abril de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios se mantenga moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales, impulsadas principalmente por la evolución de los precios en los mercados de materias primas y en las regiones del mundo en rápido crecimiento económico, se ven aún contrarrestadas por las presiones de los precios internas reducidas. Los datos más recientes también confirman que durante los primeros meses de 2010 la recuperación económica de la zona del euro ha continuado. El Consejo de Gobierno espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro se produzca a un ritmo moderado en 2010, si bien los patrones de crecimiento podrían ser irregulares en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. El resultado del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial y la política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que se refiere al análisis económico, desde mediados de 2009, la actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión, tras un período de acusado descenso. En especial, la economía se ha beneficiado de la recu-

peración de la economía mundial en curso, de los significativos estímulos macroeconómicos que se han proporcionado y de las medidas adoptadas para reestablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los datos económicos recientes, incluidos los resultados de las encuestas, avalan la valoración de que la recuperación económica de la zona del euro prosigue en 2010. Aunque las adversas condiciones meteorológicas, en particular, han frenado el crecimiento en los primeros meses del año, parece que está teniendo lugar una cierta reactivación económica durante la primavera. De cara al futuro, el Consejo de Gobierno espera que el PIB real crezca a un ritmo moderado. La recuperación en curso a escala mundial, y su repercusión en la demanda de las exportaciones de la zona del euro, debería estimular la economía de la zona del euro. Al mismo tiempo, se espera que la crisis financiera tenga un efecto de contención del crecimiento económico, dado el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores, las expectativas de reducida utilización de la capacidad productiva y las perspectivas de deterioro de los mercados de trabajo.

El Consejo de Gobierno sigue considerando que los riesgos para estas perspectivas están en general equilibrados, en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. Por el lado positivo, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más vigor de lo previsto y la confianza mejorar más de lo esperado, permitiendo una recuperación autosostenida. Por el lado negativo, subsiste la preocupación respecto a renovadas tensiones en algunos segmentos del mercado financiero. Además, una espiral de reacciones adversas entre la economía real y el sector financiero más intensa o duradera de lo previsto, nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, un aumento de las presiones proteccionistas y la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales podrían también influir negativamente.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual de la zona del euro, medida por el IAPC, se situó en el 1,5% en abril de 2010,

tras el 1,4% registrado en marzo. Esta tasa resulta ligeramente más elevada de lo esperado hace unos meses y parece estar relacionada, en concreto, con presiones al alza sobre los precios de la energía. De cara al futuro, las presiones inflacionistas mundiales podrían aumentar, impulsadas principalmente por la evolución de los precios de los mercados de materias primas y en las regiones del mundo en rápido crecimiento económico, aunque aún es previsible que las presiones de precios internas de la zona del euro se mantengan contenidas. En consecuencia, se espera que las tasas de inflación sean moderadas durante el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo.

A corto plazo, dada la evolución de los precios de la energía, los riesgos respecto a las proyecciones anteriores sobre la inflación, medida por el IAPC, se inclinan levemente al alza, mientras que los riesgos sobre la estabilidad de precios a medio plazo se considera que se mantienen aún en general equilibrados. Los riesgos al alza a medio plazo están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas. Además, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser superiores a lo actualmente esperado, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años. Al mismo tiempo, los riesgos respecto a la evolución de costes y precios internos están contenidos. En conjunto, el Consejo de Gobierno llevará a cabo un seguimiento atento de la evolución futura de todos los indicadores de precios disponibles.

En relación con el análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió siendo ligeramente negativa, situándose en el -0,1% en marzo de 2010. Los últimos datos, junto con el crecimiento interanual negativo que continúan presentando los préstamos concedidos al sector privado —a una tasa del -0,2% en marzo—, co-

roboran la valoración de que el ritmo de la expansión monetaria subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas. El comportamiento a corto plazo de M3 y de los préstamos también se ha mantenido muy débil.

El ritmo de crecimiento efectivo de M3 se considera más lento que el de la expansión monetaria subyacente, ya que la relativamente pronunciada curva de rendimientos continúa favoreciendo la asignación de los fondos a depósitos a plazos más largos y a valores no incluidos en M3. Al mismo tiempo, los aún estrechos diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los diferentes depósitos incluidos en M3 implican que son reducidos los costes de oportunidad de asignar fondos a depósitos a la vista en lugar de a otros instrumentos de M3. Esto se ve reflejado en la notable diferencia que persiste entre el débil crecimiento interanual de M3 y el fuerte crecimiento interanual de M1, que se situó en el 10,9% en marzo. No obstante, con la actual configuración de los tipos de interés existente desde hace ya algún tiempo, los últimos datos sugieren que los importantes desplazamientos en la asignación de fondos están disminuyendo.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado continuó siendo negativa en marzo, aunque este dato oculta un flujo mensual que fue de nuevo positivo y, además, una evolución de signo opuesto por sectores: por un lado, un crecimiento interanual positivo y en aumento de los préstamos concedidos a hogares y, por otro, un crecimiento interanual negativo de los préstamos a sociedades no financieras. Aun siendo una característica normal del ciclo económico que los préstamos a sociedades no financieras respondan con retardo a la actividad económica, los datos de los últimos meses apuntan una posible interrupción de la anterior tendencia a la baja del crecimiento interanual de los préstamos.

Asimismo, la información más reciente también confirma que la reducción del tamaño de los balances de las entidades de crédito no ha prosegui-

do durante los primeros meses del año. Sin embargo, no pueden descartarse nuevos ajustes, y las entidades de crédito siguen afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de crédito para el sector no financiero cuando repunte la demanda. A fin de superar este reto, las entidades de crédito deberían recurrir al mercado y utilizar las actuales condiciones de financiación para reforzar aún más sus bases de capital.

En resumen, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. Teniendo en cuenta toda la nueva información disponible desde su reunión del 8 de abril de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Las presiones inflacionistas mundiales, impulsadas principalmente por la evolución de los precios en los mercados de materias primas y en las regiones del mundo en rápido crecimiento económico, se ven aún contrarrestadas por las reducidas presiones internas de los precios. Los datos más recientes también confirman que durante los primeros meses de 2010 la recuperación económica de la zona del euro ha continuado. El Consejo de Gobierno espera que el crecimiento de la economía de la zona del euro se produzca a un ritmo moderado en 2010, si bien los patrones de crecimiento podrían ser irregulares en un entorno de incertidumbre excepcionalmente elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo continúan estando contenidas, como sugiere el débil crecimiento monetario y crediticio. En conjunto, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro. Las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El firme anclaje de las expectativas de inflación sigue siendo esencial y la política monetaria hará todo lo que sea necesario para mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro. Por lo tanto, el Consejo de Gobierno continuará llevando a cabo

un seguimiento muy atento de todos los factores en el futuro próximo.

Por lo que respecta a las políticas fiscales, el Consejo de Gobierno insta a que los Gobiernos adopten con determinación medidas destinadas a lograr un saneamiento de las finanzas públicas duradero y creíble. Los últimos datos disponibles muestran que la corrección de los considerables desequilibrios presupuestarios precisará, en general, que se intensifiquen los esfuerzos actuales. El saneamiento de las finanzas públicas requerirá que se supere sustancialmente el ajuste estructural anual del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Cuanto más se retrase la corrección presupuestaria, mayor será el ajuste que haya que realizar y más elevado el riesgo de pérdida de reputación y de confianza. Por el contrario, la rápida aplicación de planes de saneamiento de amplio alcance, que incorporen un mayor esfuerzo desde la fase inicial, centrados en el gasto, y combinados con la realización de reformas estructurales, reforzará la confianza del público en la capacidad de los Gobiernos para reestablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas, reducir las primas de riesgo en los tipos de interés y con ello apoyar el crecimiento sostenido a medio plazo. En este contexto, el Consejo de Gobierno acoge favorablemente los programas de ajuste económico y financiero aprobados por el Gobierno griego tras la conclusión con éxito de las negociaciones con la Comisión Europea, en coordinación con el BCE, y con el Fondo Monetario Internacional, destinados a salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto.

En todos los países de la zona del euro, las reformas estructurales que conduzcan a un aumento del crecimiento y del empleo son esenciales para respaldar una recuperación sostenible. En vista del reciente incremento del desempleo, se requieren sistemas tributarios y de prestaciones sociales que establezcan incentivos efectivos al empleo, la mejora de los planes de formación y contratos laborales suficientemente flexibles, con el fin de evitar un aumento del desempleo estructural. Al mismo tiempo, los problemas de competitividad existentes, así como los desequilibrios internos y externos,

han de ser abordados urgentemente por todos los países afectados. Para ello, es imprescindible que las instituciones de negociación salarial permitan el ajuste apropiado de los salarios a la pérdida de competitividad y a la situación de desempleo. Del mismo modo, son cruciales las medidas que aumenten la flexibilidad de los precios y la competitividad no vinculada a los precios. Por último, la reestructuración adecuada 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 y asegurar un acceso adecuado a la fi-

nanciación, creando así las condiciones para el crecimiento sostenido y para la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero proporciona una valoración de la evolución del mecanismo de transmisión de la política monetaria de la zona del euro desde la introducción de la moneda única. En el segundo artículo se analizan las principales causas subyacentes de la «Gran Inflación» de la década de 1970 y se señalan las principales enseñanzas que han de extraerse de la misma para la política monetaria. En el recuadro que figura a continuación, se resumen las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno el 10 de mayo de 2010.

Recuadro I

MEDIDAS ADICIONALES DECIDIDAS POR EL CONSEJO DE GOBIERNO

El 10 de mayo de 2010, el Consejo de Gobierno decidió adoptar varias medidas para hacer frente a las fuertes tensiones observadas en determinados segmentos del mercado, que están dificultando el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y, en consecuencia, la aplicación efectiva de la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios a medio plazo. Estas medidas están diseñadas para que no afecten a la orientación de la política monetaria.

En particular, el Consejo de Gobierno ha decidido realizar intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro, en el marco del Programa para los Mercados de Valores, con el fin de asegurar la profundidad y la liquidez en los segmentos de mercado con un comportamiento disfuncional. El objetivo de este programa es abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. El alcance de las intervenciones será determinado por el Consejo de Gobierno. Al tomar esta decisión, se ha tenido en cuenta la declaración de los Gobiernos de la zona del euro de que «adoptarán todas las medidas necesarias para cumplir sus objetivos presupuestarios este año y los años siguientes, en consonancia con los procedimientos sobre déficit excesivo», así como los compromisos concretos adicionales adoptados por algunos Gobiernos de la zona para acelerar la consolidación fiscal y asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas. El impacto de las intervenciones anteriormente indicadas se neutralizará mediante operaciones específicas para reabsorber la liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores.

Adicionalmente, el Consejo de Gobierno ha decidido aplicar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se adjudicarán el 26 de mayo y el 30 de junio de 2010. Además, el 12 de mayo de 2010, se llevó a cabo una OFPML a seis meses con adjudicación plena, a un tipo de interés fijado en el promedio de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación que tendrán lugar a lo largo del período de vigencia de esta operación.

Por último, el Consejo de Gobierno decidió reactivar, en coordinación con otros bancos centrales, las líneas *swap* temporales de provisión de liquidez con la Reserva Federal y reanudar las operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses a 7 y a 84 días. Estas operaciones adoptarán la forma de cesiones temporales respaldadas por activos de garantía admitidos por el BCE y se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena. La primera de estas operaciones se realizó el 11 de mayo de 2010.

El Consejo de Gobierno considera que las medidas mencionadas son esenciales para asegurar el funcionamiento eficiente del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En particular, las medidas contribuirán a mitigar la extensión de los efectos perniciosos de la creciente volatilidad de los mercados, los riesgos de liquidez y las perturbaciones en los mercados en cuanto al acceso a la financiación de la economía.

La neutralización de las intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro asegurarán que el Programa para los Mercados de Valores no afecte ni a los niveles de liquidez ni a los tipos de interés del mercado monetario existentes. De este modo, las medidas adoptadas no afectan a la orientación de la política monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial ha mostrado nuevas señales de mejoría. Las presiones inflacionistas han seguido siendo bajas a escala mundial como resultado del exceso de capacidad productiva sin utilizar, aunque están repuntando en algunos mercados emergentes dinámicos. Recientemente se han intensificado las presiones inflacionistas derivadas de los precios de las materias primas. En un entorno de incertidumbre inusualmente elevada, se estima que los riesgos para las perspectivas de la economía mundial están, en general, equilibrados.

I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

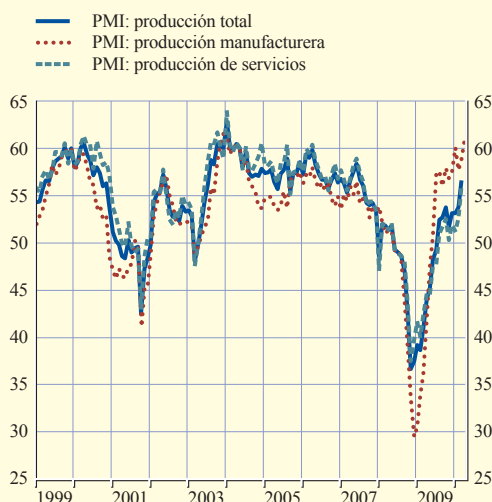
La economía mundial ha mostrado nuevas señales de mejoría. La recuperación continúa estando respaldada por las políticas monetarias y fiscales de estímulo y por un prolongado ciclo de existencias. El comercio mundial también se ha recuperado, habiéndose registrado un fuerte incremento intermensual de los volúmenes de comercio en febrero.

Los indicadores de corto plazo apuntan a una nueva mejora de la situación económica mundial. El indicador sintético mundial PMI (índice de directores de compras) aumentó por octavo mes consecutivo en marzo, registrándose un aumento de la actividad tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios (véase gráfico 1). El indicador PMI de producción manufacturera mundial aumentó de nuevo en abril, impulsado por el sólido crecimiento de la producción, que se vio respaldada principalmente por un acusado incremento de los nuevos pedidos. Al mismo tiempo, los indicadores del mercado de trabajo mostraron los primeros indicios de estabilización del empleo total.

Las presiones inflacionistas han seguido siendo bajas a escala mundial como resultado del exceso de capacidad productiva sin utilizar, aunque están repuntando en algunos mercados emergentes dinámicos. En los países de la OCDE, la inflación general, medida por el IPC, fue del 2,1% en el año transcurrido hasta

Gráfico 1 PMI: producción mundial

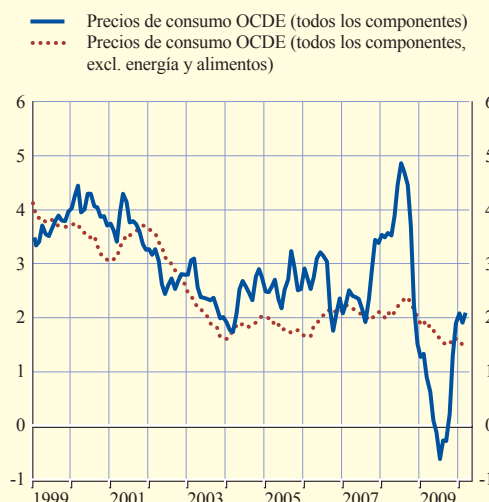
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución de los precios internacionales

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

marzo, frente al 1,9% registrado en el mes anterior (véase gráfico 2). Este aumento refleja, principalmente, la subida de los precios de la energía en su momento. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC se mantuvo prácticamente estable en el 1,4% en marzo, nivel cercano a los mínimos de los diez últimos años. Si bien los precios de los bienes intermedios del indicador PMI mundial apuntan a un nuevo incremento de los costes medios, las presiones inflacionistas siguen siendo, en general, limitadas, en consonancia con una lenta recuperación de la demanda.

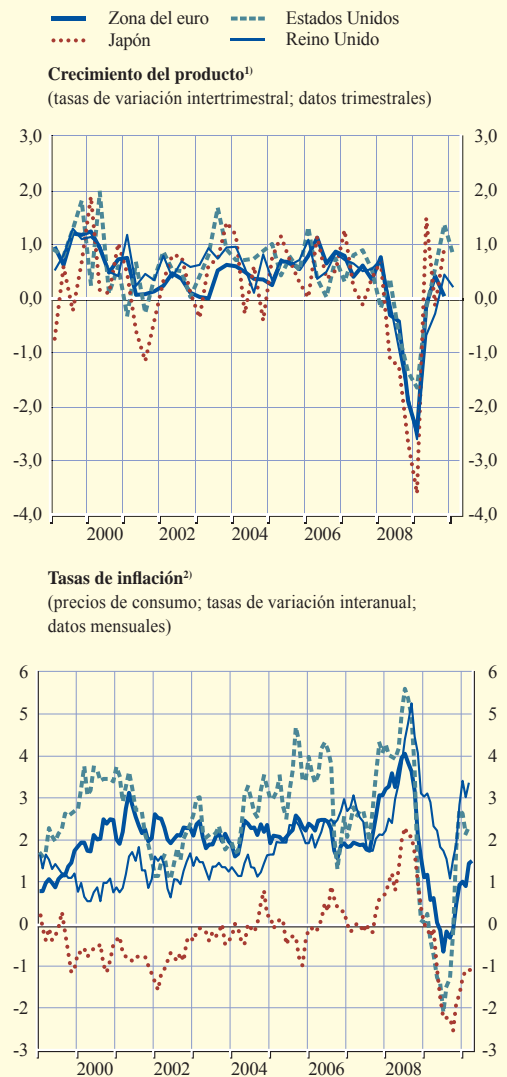
ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía continúa por la senda de la recuperación y el PIB real siguió creciendo en el primer trimestre de 2010. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el PIB real aumentó un 3,2% en tasa anualizada en el primer trimestre de 2010, tras el aumento del 5,6% observado en el último trimestre de 2009. Las existencias privadas representaron alrededor de la mitad del aumento total del PIB en el primer trimestre de 2010. El crecimiento del PIB reflejó también, en parte, la capacidad de resistencia del gasto en consumo, que aumentó a una tasa anualizada del 3,6%. El gasto de las empresas también experimentó una recuperación, impulsado por otro aumento significativo de la inversión en bienes de equipo y software. Por otra parte, el crecimiento se vio atenuado por un acusado descenso del gasto de las administraciones regionales y locales, una contracción de la inversión residencial y una contribución negativa del comercio, ya que las importaciones crecieron más que las exportaciones.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual medida por el IPC aumentó desde el 2,1% de febrero hasta el 2,3% en marzo. El aumento tuvo su origen en un acusado incremento de los precios de las frutas y las verduras. Las partidas básicas, en particular el índice de alquileres «equivalentes a vivienda ocupada por sus propietarios», al que se le asigna una ponderación elevada, siguieron decreciendo. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se redujo hasta el 1,1% en marzo, desde el 1,3% de febrero, como resultado de la moderación de las presiones inflacionistas en un contexto de exceso de capacidad productiva sin utilizar.

El 28 de abril de 2010, 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 federa-

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.

les. El Comité sigue considerando 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 justifique que se mantenga el tipo de interés de los fondos federales en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

JAPÓN

En Japón, la situación económica ha seguido mejorando. La encuesta Tankan del Banco de Japón sobre el clima empresarial, correspondiente a marzo de 2010, mostraba una recuperación generalizada, por cuarto mes consecutivo. También se confirmaba que la recuperación de las exportaciones ha estimulado la actividad en el sector manufacturero. En marzo, las exportaciones en términos reales aumentaron un 44% en tasa interanual, frente al 45,9% de febrero, mientras que las importaciones crecieron, en términos reales, un 17% en tasa interanual en marzo, frente al 22,9% del mes anterior.

La inflación medida por los precios de consumo siguió siendo negativa en marzo. La inflación general, medida por el IPC, se situó en el -1,1% en ese mes. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual, medida por el IPC, siguió siendo negativa (-1,1%), mientras que la inflación, excluidos los alimentos frescos, también fue negativa (-1,2%).

En su reunión de 7 de abril de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, en el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

REINO UNIDO

En Reino Unido, las estimaciones provisionales indican que el PIB real creció un 0,2%, en tasa intertrimestral en el primer trimestre de 2010, frente al incremento del 0,4% registrado en el cuarto trimestre de 2009. En general, los indicadores de actividad más recientes —incluida la sólida producción industrial del primer trimestre de 2010— sugieren que la mejora gradual de la situación económica continuó a principios de 2010. Los precios de la vivienda subieron de nuevo en marzo, después de que el crecimiento intermensual negativo registrado en febrero interrumpiera varios meses de recuperación. Por lo que respecta al crédito, se mantuvo la lenta recuperación, aunque con tasas de crecimiento muy inferiores a las observadas en 2008. De cara al futuro, se espera que la actividad continúe su gradual recuperación, respaldada por los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, las políticas de estímulo monetario y fiscal y la mejora de la situación económica mundial. La inflación interanual, medida por el IPC, siguió aumentando, desde el 3,0% registrado en febrero hasta el 3,4% en marzo. La expiración de la reducción temporal de la tasa del IVA y las subidas de los precios de la energía fueron factores determinantes del repunte de la inflación a comienzos de 2010. En los últimos meses, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra ha mantenido en el 0,5% el tipo de interés oficial al que se remuneran las reservas de las entidades de crédito. El Comité mantuvo asimismo el volumen de compras de activos financiadas mediante la emisión de reservas del banco central en 200 mm de libras esterlinas.

OTROS PAÍSES EUROPEOS

En general, la situación económica siguió mejorando en los demás países de la UE no pertenecientes a la zona del euro. No obstante, la evolución del crecimiento intertrimestral del PIB real fue bastante volátil en varios países. La desigual trayectoria de crecimiento refleja el impacto del ciclo de existencias, el ajuste fiscal en curso en algunos países y otros factores transitorios que afectan al crecimiento.

En Suecia, el PIB real se redujo un 0,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2009, tras una caída del 0,1% en el tercer trimestre. En Dinamarca, el producto creció un 0,2% en el cuarto trimestre,

tras el 0,4% registrado en el tercer trimestre de 2009. Los indicadores de corto plazo apuntan claramente a una recuperación tanto en Suecia como en Dinamarca, aunque la inversión empresarial siguió siendo moderada en ambos países. En marzo, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2,1% en Dinamarca y en el 2,5% en Suecia.

En los Estados miembros más grandes de la UE de Europa Central y Oriental las trayectorias de crecimiento fueron bastante desiguales en el cuarto trimestre de 2009. Mientras que la caída del PIB real se moderó aún más en Hungría, hasta el -0,4% (desde el -1,2% registrado en el tercer trimestre), el crecimiento se tornó negativo en Rumanía con una tasa del -1,5% (frente al 0,1% del tercer trimestre). En Polonia y la República Checa, el crecimiento del PIB real cobró impulso en el cuarto trimestre de 2009, situándose en el 1,3% y el 0,7%, respectivamente. En general, los indicadores de confianza recientes, así como los datos de producción industrial y comercio, sugieren incrementos de la actividad en estos cuatro países. Al mismo tiempo, diversos factores —incluidos el aumento del desempleo y la fragilidad de las condiciones crediticias (especialmente en Hungría y Rumanía)— indican que se mantiene la debilidad de la demanda interna. En marzo, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situaba en un nivel bastante bajo en la República Checa: un 0,4%. Por el contrario, en Hungría, Polonia y Rumanía, se mantuvo en niveles más altos: 5,7%, 2,9% y 4,2%, respectivamente. El 26 de abril de 2010, el Magyar Nemzeti Bank decidió rebajar su principal tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta un mínimo histórico del 5,25%.

ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

La exportaciones de las economías emergentes de Asia han seguido superando las expectativas de los mercados. El fortalecimiento de la demanda interna, sumado al vigoroso crecimiento de las exportaciones ha dado lugar a un aumento del producto de la región. A su vez, las altas tasas de crecimiento han contribuido a reducir el desempleo en algunos países. En marzo, el conjunto de la región registraba tasas de inflación interanuales algo más bajas que en febrero (3,4% frente al 3,7%) y, en varios países, se aplicó una política monetaria más restrictiva. En abril, el Banco de Reserva de India elevó sus tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos por segunda vez en lo que va de año.

En China, el PIB real creció a una tasa interanual del 11,9% en el primer trimestre de 2010, el mejor resultado observado desde el último trimestre de 2007. Aunque las medidas de estímulo fiscal y monetario aplicadas anteriormente han seguido respaldando el crecimiento, la demanda interna privada —tanto la inversión como el consumo— se ha hecho cada vez más autosostenida. También se ha recuperado la demanda exterior. Las exportaciones nominales aumentaron un 24% en tasa interanual en marzo, principalmente como consecuencia de la revitalización del comercio de transformación, mientras que las importaciones crecieron un 66%, impulsadas por la fuerte demanda de materias primas y la subida de los precios de importación. Como resultado, China registró en marzo un déficit comercial de 7,2 mm de dólares estadounidenses, el primer déficit mensual en seis años. La inflación, medida por el IPC, se redujo hasta el 2,4% en marzo, desde el 2,7% de enero, como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos. No obstante, a nivel nacional, los precios de la vivienda y de los terrenos han experimentado un fuerte repunte en los últimos meses en un contexto de holgada liquidez, condiciones crediticias poco restrictivas y tipos de interés reales negativos sobre los depósitos.

AMÉRICA LATINA

En América Latina, la actividad económica siguió recuperándose rápidamente en la mayoría de los países, registrándose aumentos de la producción industrial en Argentina, Brasil y México del 11%, el 18,4% y el 4,5%, respectivamente, en febrero, en comparación, en todos los casos, con un año antes. Al mismo tiempo, se intensificaron las presiones inflacionistas. Más concretamente, en marzo, la infla-

ción general medida por los precios de consumo se situó, en Argentina, un 9,7% por encima del nivel registrado un año antes, mientras que, en Brasil y México, el incremento fue del 4,8% y del 5%, respectivamente. En abril, el Banco Central de Brasil elevó su tipo de interés oficial en 75 puntos básicos, hasta el 9,5%.

1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Tras mantenerse, en general, estables en marzo, los precios del petróleo se incrementaron en abril y principios de mayo. El 5 de mayo, el precio del barril de Brent se situaba en 87,1 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 11% por encima del nivel de comienzos de año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén precios más altos en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 93,1 dólares estadounidenses el barril.

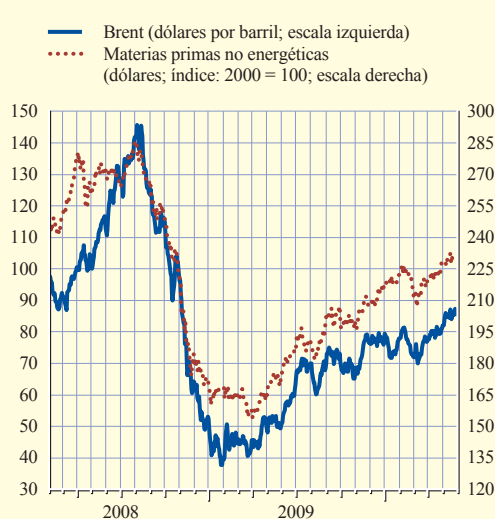
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) ha revisado al alza recientemente sus proyecciones de demanda de petróleo en vista de la evolución más favorable de las economías de la OCDE. En general, se prevé que, en 2010, la demanda de petróleo aumente significativamente, en 1,7 millones de barriles diarios, en comparación con el año pasado, principalmente como consecuencia de la fuerte demanda de China y Oriente Medio. No obstante, la presión al alza sobre los precios del crudo por el lado de la demanda se ha contrarrestado, en parte, con el exceso de capacidad productiva sin utilizar de los países de la OPEP y las elevadas existencias de la OCDE. Además, la oferta de los países no pertenecientes a la OPEP ha aumentado en los últimos meses, impulsada por el incremento de la producción en Canadá y Rusia. La AIE también revisó al alza sus proyecciones respecto a la oferta de petróleo de los países no pertenecientes a la OPEP hasta 52 millones de barriles diarios en 2010.

Los precios de las materias primas no energéticas se mantuvieron, en general, estables en abril. Los precios de los metales bajaron ligeramente, impulsados en particular por los precios del aluminio y el cobre. Al mismo tiempo, los precios de los alimentos se han recuperado de las recientes caídas como consecuencia del aumento de los precios del trigo y de la soja. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de abril, aproximadamente un 2,5% por encima del nivel de comienzos del año.

1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores adelantados siguen apuntando a una expansión económica en todo el mundo, aunque a un ritmo diferente en los distintos países y regiones. En febrero, los indicadores sintéticos adelantados de las economías de la OCDE señalaban la continuidad de la expansión (véase gráfico 5), observándose

Gráfico 4 Principales indicadores de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

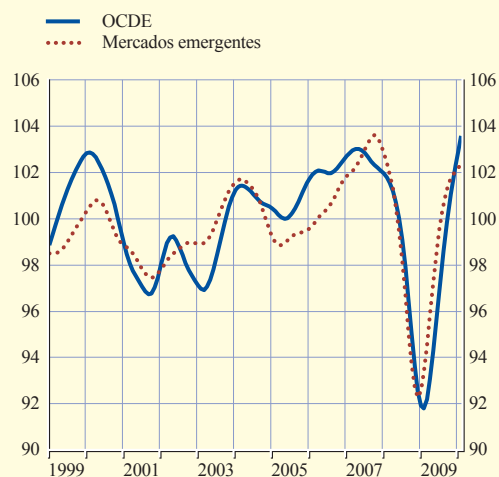
las señales más evidentes de aumento de la actividad económica en Estados Unidos y Japón. Al mismo tiempo, se perciben algunos indicios de expansión económica a un ritmo más lento en China, cuyo indicador sintético adelantado no ha experimentado variaciones en los dos primeros meses de 2010. Los indicadores correspondientes a India, Brasil y Rusia registraron incrementos moderados situándose en niveles próximos o superiores a las medias de largo plazo.

En un clima de incertidumbre inusualmente elevada, los riesgos para la actividad económica mundial continúan estando, en general, equilibrados. Por el lado positivo, la confianza podría mejorar más de lo esperado, lo que podría resultar en una recuperación autosostenida. Por el lado negativo, sigue preocupando que se recrucen las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa 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 otras materias primas y se intensifiquen las presiones proteccionistas, y de que la corrección de los desequilibrios mundiales se realice 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 han continuado en niveles reducidos en los últimos meses. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de M3 sigue subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente, debido al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos. En conjunto, esta evolución respalda la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente sigue siendo moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo procedentes de la evolución monetaria son contenidas. El débil crecimiento de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado observado en marzo de 2010 ocultó un nuevo aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares, mientras que la de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras se mantuvo invariable, en niveles negativos. Por último, los datos de marzo indican que se ha interrumpido la contracción observada en el balance de las IFM. De hecho, los principales activos de este sector se incrementaron en el primer trimestre de este año.

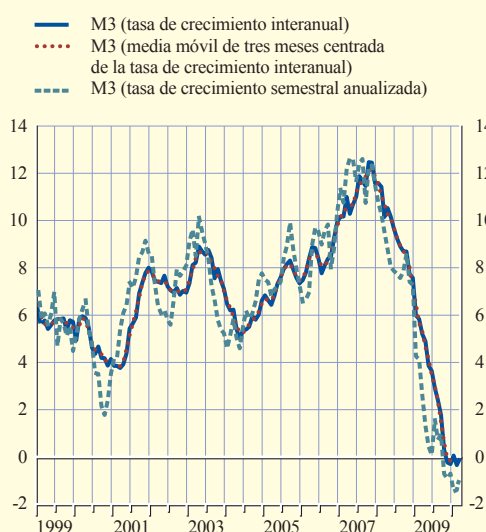
EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

En marzo de 2010, la tasa de crecimiento interanual de M3 continuó fluctuando en torno a cero y se situó en el $-0,1\%$, desde el $-0,3\%$ de febrero (véase gráfico 6). El patrón de crecimiento interanual siguió reflejando el impacto de efectos de base, pero la evolución monetaria continuó dando muestras de debilidad, incluso si se considera más allá de estos efectos. Esto se debe a que la actividad económica sigue siendo moderada, así como al impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos, que favorece desplazamientos desde M3 hacia activos a más largo plazo. No obstante, dado que la curva ha presentado esta forma desde principios de 2009, estos desplazamientos han estado disminuyendo en los últimos meses. También continuaron produciéndose trasvases dentro de este agregado monetario, ya que el diferencial entre el tipo de interés de los depósitos a plazo hasta dos años y el de los depósitos a la vista se mantuvo en niveles reducidos y, por tanto, siguió propiciando la colocación de fondos en los activos más líquidos incluidos en M1. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de M1 permaneció en cotas elevadas, y la diferencia entre la contribución de M1 y la de M3-M1 a la tasa de crecimiento interanual de M3 siguió aumentando.

Del lado de las contrapartidas, la reducida tasa de crecimiento interanual de M3 reflejó el moderado crecimiento del crédito, con una tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado que se situó en el $-0,2\%$ en marzo, desde el $-0,4\%$ de febrero. Esta evolución ocultó un nuevo incremento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras se mantuvo sin variaciones, lo que sugiere que el impulso a la baja ha desaparecido.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

Este patrón observado en los préstamos a escala de sectores sigue siendo acorde con regularidades del ciclo económico.

Por lo que respecta a las entidades de crédito de la zona del euro, los datos para el período de tres meses comprendido hasta marzo indican que las ventas de activos en el sector bancario se han interrumpido en los últimos meses, y se han registrado entradas netas en los principales activos de las IFM por primera vez desde el verano de 2009.

PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

La moderada tasa de crecimiento interanual de M3 continuó ocultando diferencias en los niveles de crecimiento de los distintos componentes. La tasa de crecimiento interanual de M1 siguió siendo muy positiva, mientras que la de los instrumentos negociables y la de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvieron en niveles considerablemente negativos.

La tasa de crecimiento interanual de M1 se situó en el 10,9% en marzo, en comparación con el 11% de febrero (véase cuadro 1). El flujo mensual de entrada en M1 fue inferior al del mes precedente, pero siguió siendo positivo, como consecuencia de una entrada elevada en el efectivo en circulación.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se situó en el -8% en marzo, y prácticamente no se ha modificado desde enero. Entre los subcomponentes, se registró una nueva salida en los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo), que quedó compensada, aunque solo en parte, por un flujo de entrada en los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (esto es, los depósitos de ahorro a corto plazo). El reducido coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista y depósitos de ahorro a corto plazo está proporcionando incentivos para colocar fondos procedentes de los depósitos a corto plazo en estos instrumentos. No obstante, la importancia de estos efectos de sustitución ha disminuido en los últimos meses, ya que los diferenciales de los tipos de interés a corto plazo se han mantenido estables durante un período considerable.

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					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Feb	2010 Mar
M1	49,0	8,1	12,2	12,3	11,3	11,0	10,9
Efectivo en circulación	8,3	13,2	12,8	7,5	6,2	6,0	6,8
Depósitos a la vista	40,7	7,1	12,1	13,3	12,4	12,0	11,8
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,2	3,0	-3,1	-7,7	-8,2	-8,1	-8,0
Depósitos a plazo hasta dos años	19,5	-0,8	-13,2	-22,1	-22,8	-22,5	-22,0
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,7	8,6	12,9	15,8	13,3	12,7	11,8
M2	88,2	5,6	4,5	2,2	1,7	1,6	1,7
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,8	-2,5	-7,7	-11,4	-11,4	-12,3	-10,8
M3	100,0	4,4	2,7	0,3	-0,2	-0,3	-0,1
Crédito a residentes en la zona del euro		5,0	3,7	3,0	1,8	1,6	1,7
Crédito a las Administraciones Públicas		9,5	12,1	14,3	10,1	9,3	9,9
Préstamos a las Administraciones Públicas		1,6	2,6	3,1	3,8	3,1	6,4
Crédito al sector privado		4,1	2,1	0,8	0,1	0,0	-0,1
Préstamos al sector privado		2,1	0,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		3,5	1,6	0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)		4,3	4,8	6,8	5,0	4,5	4,3

Fuente: BCE.

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

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó hasta situarse en el $-10,8\%$ en marzo, desde el $-12,3\%$ de febrero, como consecuencia de los elevados flujos de entrada registrados en las cesiones temporales, que estuvieron asociados a operaciones en el mercado interbancario liquidadas a través de entidades de contrapartida central pertenecientes al sector de OIF (es decir, los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguro y los fondos de pensiones). Además, el sector tenedor de dinero incrementó de manera significativa sus tenencias de valores distintos de acciones de las IFM, lo que podrían aportar indicaciones de que la preferencia de los inversores por este instrumento está retornando. En cambio, el flujo mensual observado en el principal subcomponente de los instrumentos negociables, las participaciones en fondos del mercado monetario, continuó siendo negativo, reflejando desplazamientos hacia activos a más largo plazo y, potencialmente, de mayor riesgo.

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, se mantuvo invariable, en el 1% , en marzo. Esta tasa ocultó un aumento intermensual considerable de los depósitos de M3 que mantienen las sociedades no financieras, mientras que las tenencias de los hogares descendieron. En consecuencia, la contribución de los hogares volvió a disminuir, mientras que la de las sociedades no financieras siguió recuperándose. La contribución de los hogares ha seguido una tendencia a la baja, una evolución coherente con el hecho de que la renta de este sector suele ir a la zaga de las recuperaciones económicas y con los fuertes incentivos para desplazar fondos hacia activos a más largo plazo. El hecho de que la contribución de las sociedades no financieras se haya estado moviendo, en general, en sentido contrario desde julio de 2009 se debe a que las empresas han estado reponiendo sus reservas de liquidez, algo que suele observarse en las fases iniciales 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 aumentó ligeramente y se situó en el $1,7\%$ en marzo, desde el $1,6\%$ de febrero (véase cuadro 1), como consecuencia del incremento de la tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado a las Administraciones Públicas, mientras que la tasa de crecimiento interanual del crédito al sector privado continuó fluctuando en torno a cero.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos otorgados al sector privado (el principal componente del crédito a este sector) aumentó por segundo mes consecutivo y se situó en el $-0,2\%$ en marzo, desde el $-0,4\%$ de febrero. Ajustada por el impacto de las operaciones de titulización, la citada tasa fue algo más elevada (del $-0,1\%$, prácticamente sin variación con respecto a febrero). No obstante, el diferencial entre la serie de préstamos ajustada y la serie sin ajustar ha vuelto a disminuir en los últimos meses, a medida que los efectos de base asociados a las bajas de préstamos del balance a gran escala realizadas a principios de 2009 se han tenido en cuenta en el cálculo de la tasa de crecimiento interanual. Además, en los dos últimos trimestres se han observado flujos negativos en las bajas de préstamos del balance, como consecuencia de la amortización de préstamos dados de baja anteriormente.

La evolución observada en marzo en los préstamos al sector privado siguió ocultando diferencias entre los distintos subsectores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras permaneció invariable, en el $-2,4\%$, en marzo, ocultando el hecho de que los flujos mensuales, que en febrero habían sido claramente positivos por primera vez desde principios de 2009, volvieron a ser negativos. Desde la perspectiva de los plazos de vencimiento, estos flujos negativos fueron resultado, principalmente, de las salidas registradas en los préstamos a plazos más largos, con una entrada reducida en los préstamos hasta un año. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los

préstamos a hogares experimentó un nuevo aumento y se situó en el 2,2% en marzo, desde el 1,8% de febrero. Los préstamos para adquisición de vivienda siguieron siendo la modalidad de préstamo que más contribuyó a este incremento, mientras que la contribución del crédito al consumo continuó disminuyendo. En el recuadro 2 se analiza brevemente el impacto de la evolución del mercado inmobiliario en los préstamos para adquisición de vivienda y, en términos más generales, en los préstamos concedidos al sector privado.

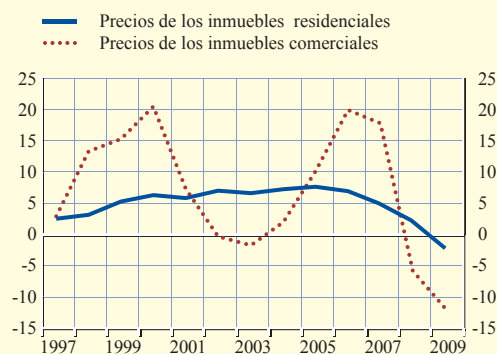
Recuadro 2

EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO EN LA ZONA DEL EURO Y SU IMPACTO SOBRE LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO

El impacto causado por el mercado de la vivienda en el crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado en los últimos años ha sido ampliamente reconocido. Este impacto suele medirse en términos de la contribución realizada por los préstamos a hogares para adquisición de vivienda al crecimiento interanual del total de préstamos concedidos al sector privado. En este recuadro se adopta una perspectiva más amplia y se considera la contribución de una estimación más general de todos los préstamos relacionados con el sector inmobiliario. Esta perspectiva es especialmente relevante en el contexto actual, en el que se está produciendo una corrección del dinamismo observado previamente en este sector, según queda reflejado en la evolución de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales (véase gráfico A)¹.

Gráfico A Precios de los inmuebles comerciales y de los inmuebles residenciales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Jones Lang LaSalle y cálculos del BCE.

Una definición operativa del impacto de la evolución del mercado inmobiliario sobre los préstamos al sector privado

La evolución del mercado inmobiliario tiene una influencia en los préstamos concedidos por las IFM al sector privado que va más allá del impacto causado sobre los préstamos a hogares para adquisición de vivienda. En particular, los niveles de actividad en las ramas de actividad que están más estrechamente relacionadas con el mercado inmobiliario, como la construcción y los sectores denominados «actividades inmobiliarias» en este recuadro (que incluyen actividades de compra, venta, alquiler e intermediación), suelen estar correlacionados con los ciclos de este mercado. En consecuencia, para realizar un análisis del impacto total causado por la evolución del mercado inmobiliario en los préstamos al sector privado es necesario adoptar una perspectiva más amplia y considerar no solo los préstamos para adquisición de vivienda, sino también los otorgados a las sociedades no financieras que operan en ramas de actividad ligadas al sector inmobiliario.

¹ Véase también el recuadro 9, titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en este Boletín Mensual.

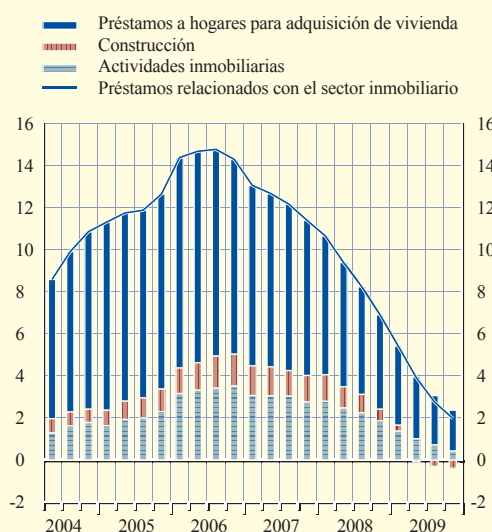
Las estimaciones de préstamos a las sociedades no financieras de la zona del euro por rama de actividad están disponibles con periodicidad trimestral². Estas estimaciones incluyen detalles de la construcción y del sector de actividades inmobiliarias. No obstante, en esas estadísticas, los préstamos a sociedades que operan en el sector de actividades inmobiliarias se combinan con los concedidos a aquellas que desarrollan su actividad en sectores no relacionados con el inmobiliario (como otros servicios empresariales y actividades administrativas). Por consiguiente, en este recuadro se utiliza una estimación, basada en estimaciones de los datos nacionales disponibles para algunos países de la zona del euro, para separar los préstamos al sector de actividades inmobiliarias del resto³. Por lo que respecta los préstamos a la construcción, el agregado que se utiliza incluye no sólo los préstamos relacionados con proyectos de edificación, sino también los vinculados a trabajos de ingeniería civil, ya que no es posible realizar un desglose más detallado a partir de los datos disponibles. En los siguientes apartados de este recuadro, los préstamos otorgados a la construcción y al sector de actividades inmobiliarias, junto con los préstamos para adquisición de vivienda, se utilizan para obtener una aproximación de la contribución total de los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» al total de los concedidos al sector privado.

La importancia relativa de los préstamos para adquisición de vivienda en los préstamos relacionados con el sector inmobiliario

De los tres componentes de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario, los préstamos a hogares para adquisición de vivienda son el más importante, y representaron más de dos terceras partes del crecimiento entre 2004 y 2009. La mayor parte del tercio restante correspondió a las actividades inmobiliarias, ya que la contribución de los préstamos a las sociedades no financieras del sector de la construcción es relativamente reducida (véase gráfico B)^{4,5}. Todos los componentes han contribuido a la desaceleración observada en los últimos años (con una contribución incluso negativa de la construcción hacia el final del período considerado). No obstante, los préstamos a hogares para adquisición de vi-

Gráfico B Préstamos relacionados con el sector inmobiliario y sus componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias.

2 Véase el recuadro 5, titulado «Evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por rama de actividad», en el Boletín Mensual de diciembre de 2009.

3 Los préstamos a las sociedades no financieras que operan en el sector de actividades inmobiliarias se calculan como porcentaje del total de préstamos otorgados a las sociedades no financieras dedicadas a actividades inmobiliarias, otros servicios empresariales y actividades administrativas, para los países de la zona del euro que proporcionan estimaciones a nivel de país únicamente sobre las actividades inmobiliarias. A continuación, esta estimación se utiliza para calcular los préstamos para actividades inmobiliarias a escala de la zona del euro. En este contexto se supone que la contribución de los préstamos a las sociedades no financieras que realizan actividades inmobiliarias es la misma en los demás países.

4 La distinción entre construcción y actividades inmobiliarias no es clara, ya que empresas que se clasifican como pertenecientes al sector de la construcción en función de su actividad principal también podrían realizar actividades inmobiliarias.

5 Los cambios en la evolución de los préstamos pueden influir en las contribuciones relativas de esos tres componentes, debido a las diferencias registradas en los plazos de vencimiento típicos de las tres modalidades de préstamo.

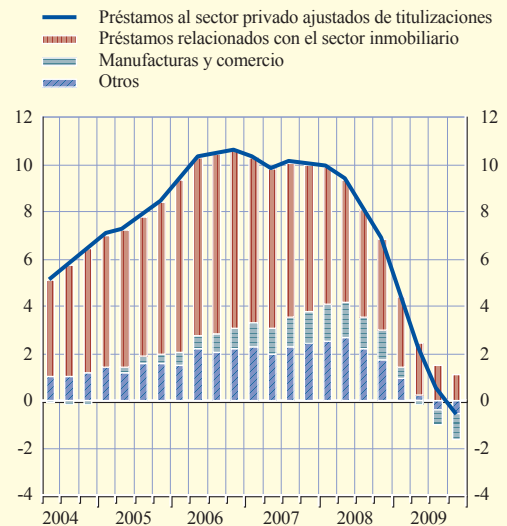
vienda han sido los que han jugado un papel más importante, en términos absolutos, a la hora de explicar el crecimiento.

La importancia relativa de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en los préstamos al sector privado

El gráfico C muestra que los préstamos relacionados con el sector inmobiliario son los que más han contribuido al crecimiento de los préstamos al sector privado. En 2006, en el punto de máximo crecimiento del ciclo crediticio más reciente, estos préstamos contribuyeron con unos 7 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento total de los préstamos, que fue del 10%. El resto correspondió a i) los préstamos a las sociedades no financieras que operan en las manufacturas, en el comercio y en otras actividades, y ii) los préstamos a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda, con una contribución de alrededor de 1 y 2 puntos porcentuales, respectivamente. Desde entonces, la contribución de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario ha disminuido de forma ininterrumpida, y a ellos es atribuible aproximadamente la mitad del descenso de la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos al sector privado. Sin embargo, al menos en los últimos trimestres, la intensidad de la desaceleración total observada se debe, principalmente, a la contracción registrada en los préstamos a las sociedades no financieras que operan en las manufacturas y en el comercio. Los flujos de préstamos otorgados a sociedades no financieras que realizan estas actividades relativamente cíclicas se redujeron drásticamente tras la intensificación de la crisis financiera, a finales de 2008, y fueron negativos durante la mayor parte de 2009.

Gráfico C Préstamos al sector privado y contribución de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias. «Manufacturas y comercio» incluye los préstamos a las sociedades no financieras dedicadas a la manufactura, reparación e instalación de maquinaria y equipo, así como las ventas al por mayor y al por menor. «Otros» incluye los préstamos a las sociedades no financieras dedicadas a otras actividades y los préstamos a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda.

La contribución de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario oculta considerables diferencias entre países

Los datos sobre préstamos relacionados con el sector inmobiliario a escala de la zona del euro ocultan una heterogeneidad significativa a nivel de países, tanto en términos de su contribución como de su evolución en el tiempo, como consecuencia de las considerables diferencias observadas en la evolución del mercado de la vivienda de los distintos países. Ciertamente, algunos países con una participación relativamente reducida en el PIB de la zona del euro realizaron una contribución desproporcionadamente elevada al crecimiento de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario a partir de 2004, antes de experimentar una corrección más fuerte posteriormente. Mientras, otros países con una participación relativamente elevada en el PIB tuvieron una evolución más moderada durante el

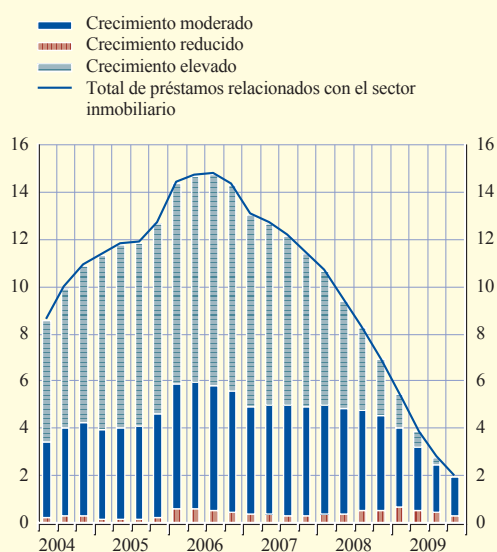
período considerado. Para ilustrar estos patrones, los países de la zona se han dividido en función de las tasas de crecimiento de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en 2006, dando como resultado tres grupos (a saber, países de crecimiento elevado, moderado y reducido) de tamaño similar en términos de su participación en los saldos vivos totales⁶. En 2006, el grupo de crecimiento elevado contribuyó con unos 9 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento total del 15% registrada, mientras que la contribución de los grupos de países de crecimiento moderado y reducido fue de unos 5 puntos porcentuales y 1 punto porcentual, respectivamente. La contribución del grupo de crecimiento elevado ha disminuido notablemente desde entonces (situándose próxima a cero en el cuarto trimestre de 2009), y ha explicado más de la mitad de la reducción observada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario (véase gráfico D). La contribución de los grupos de crecimiento moderado y reducido también ha disminuido (aunque en mucha menor medida), y cayó hasta situarse en torno a 2 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente. Ciertamente, estos dos grupos han sustentado el crecimiento de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario en los últimos trimestres.

En general, este recuadro demuestra que aunque el impacto de la actividad en el mercado inmobiliario sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado va más allá de la contribución de los préstamos para adquisición de vivienda, estos representan la cuota más importante dentro de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario. Por consiguiente, la moderada recuperación que se observa actualmente en los préstamos para adquisición de vivienda debería respaldar el crecimiento total de los préstamos al sector privado, especialmente si da lugar a una recuperación del crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias, o coincide con dicha recuperación.

6 Se ha elegido 2006 como año de referencia porque fue el año en que se registró el máximo crecimiento en el ciclo más reciente de préstamos relacionados con actividades inmobiliarias. El grupo de países de crecimiento elevado incluye Irlanda, España, Grecia, Países Bajos y Eslovenia, el grupo de crecimiento reducido incluye Alemania, Austria y Portugal, y el resto de los países forman el grupo de crecimiento moderado. Las estimaciones de los préstamos relacionados con el sector inmobiliario para los países individuales de la zona del euro están sujetas a mayor incertidumbre y no son publicadas por el BCE.

Gráfico D Heterogeneidad entre países en los préstamos relacionados con el sector inmobiliario

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los «préstamos relacionados con el sector inmobiliario» incluyen los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los préstamos a las sociedades no financieras que operan en la construcción y en el sector de actividades inmobiliarias. Los países se incluyen en los grupos de crecimiento elevado, moderado y reducido en función de las tasas de crecimiento registradas en 2006 en nivel de país. Los tres grupos registraron participaciones similares en los saldos vivos ese año (con aproximadamente un tercio cada grupo).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares ha seguido aumentando en los últimos meses, tras haber registrado un mínimo en el tercer trimestre de 2009, mientras que la de los préstamos a las sociedades no financieras parece haberse estabilizado a partir de principios de 2010, aunque en niveles negativos (véase cuadro 2). En general, estos patrones diferentes en la evolución de los préstamos en los distintos sectores es acorde con regularidades históricas: el crecimiento de los préstamos a los hogares tiende a recuperar-

Cuadro 2 Préstamos de las IFM al sector privado

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

	Saldo vivo en porcentaje total ¹⁾	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 Feb	2010 Mar
Sociedades no financieras	43,5	4,6	1,2	-1,4	-2,5	-2,4	-2,4
Hasta un año	25,1	-2,6	-8,6	-11,9	-12,2	-12,0	-10,6
De uno a cinco años	19,7	9,8	4,7	-0,2	-3,4	-3,5	-4,4
Más de cinco años	55,2	6,8	5,4	3,9	3,2	3,1	2,7
Hogares²⁾	46,3	0,1	-0,1	0,3	1,7	1,8	2,2
Crédito al consumo ³⁾	12,5	-0,4	-1,0	-1,0	-0,6	-0,8	-1,1
Préstamos para adquisición de vivienda ³⁾	71,9	-0,2	-0,2	0,2	2,0	2,1	2,6
Otras finalidades	15,7	1,5	1,3	1,9	2,4	2,7	2,9
Empresas de seguros y fondos de pensiones	0,8	-3,5	-6,1	-12,3	-8,7	-4,7	-10,8
Otros intermediarios financieros no monetarios	9,4	1,4	-0,0	0,2	0,2	-0,8	-0,1

Fuente: BCE.

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

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

2) 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.

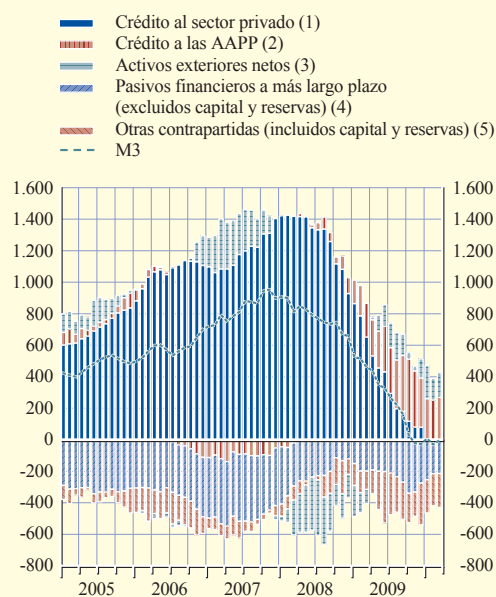
se en una fase temprana del ciclo económico, mientras que el de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras suele ir a la zaga de las mejoras observadas en la actividad económica. Para más detalles sobre la evolución de los criterios de aprobación aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro y sobre la demanda de préstamos, véase el recuadro 3.

Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) siguió disminuyendo, hasta el 4,3% en marzo, frente al 4,5% de febrero. Este descenso fue resultado, fundamentalmente, de los moderados flujos mensuales de salida observados en los depósitos a largo plazo, mientras que los valores a más largo plazo registraron una entrada considerable. Desde una perspectiva sectorial, las entidades de crédito continuaron obteniendo financiación a largo plazo de los hogares en forma de depósitos a largo plazo, reflejo del hecho de que estos instrumentos han seguido estando mucho mejor remunerados que los depósitos a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas aumentó hasta el 8,8% en marzo, desde el 7,7% de febrero.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron entradas interanuales por importe de 157 mm de euros en marzo, frente a los 137 mm de euros de febrero (véase gráfico 7). En marzo se registró una entra-

Gráfico 7 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

da mensual de 19 mm de euros, tras contabilizarse una salida mensual neta de 30 mm de euros el mes anterior. Si se consideran las posiciones brutas, los flujos interanuales de activos y pasivos exteriores continuaron siendo negativos. No obstante, el flujo negativo observado en los pasivos fue superior al registrado en los activos.

En resumen, el hecho de que las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado hayan descendido durante un período prolongado y de que ambas se hayan mantenido en niveles reducidos en los últimos meses respalda la valoración de que el ritmo de crecimiento monetario subyacente es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo derivadas de la evolución monetaria son contenidas. A este respecto, se ha de observar que el fuerte impacto a la baja de la acusada pendiente de la curva de rendimientos está influyendo negativamente en la evolución de M3 y, por tanto, subestimando el ritmo de crecimiento monetario subyacente.

Recuadro 3

RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN LA ZONA DEL EURO DE ABRIL DE 2010

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 15 de marzo y el 1 de abril de 2010¹. En general, en lo que respecta a los préstamos a empresas, los resultados de la encuesta apuntan a que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a este sector no experimentó variaciones. De igual modo, el endurecimiento neto de los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos a hogares se mantuvo prácticamente invariable. En cambio, el endurecimiento neto de los criterios aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda aumentó ligeramente en el primer trimestre de 2010.

Préstamos o líneas de crédito a empresas

En el primer trimestre de 2010, el porcentaje neto² de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas no se modificó, manteniéndose en el 3% (véase gráfico A), una evolución acorde, en líneas generales, con las expectativas de las entidades en la encuesta anterior (el 4%). Los resultados generales de la encuesta para este sector fueron homogéneos en todas las clases de empresas. El porcentaje neto de entidades que indicó que los citados criterios se habían endurecido permaneció prácticamente invariable y se situó en niveles similares tanto para los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (el 4%, sin variación con respecto al cuarto trimestre de 2009) como para los otorgados a grandes empresas (el 3%, en comparación con el 4% del último trimestre de 2009).

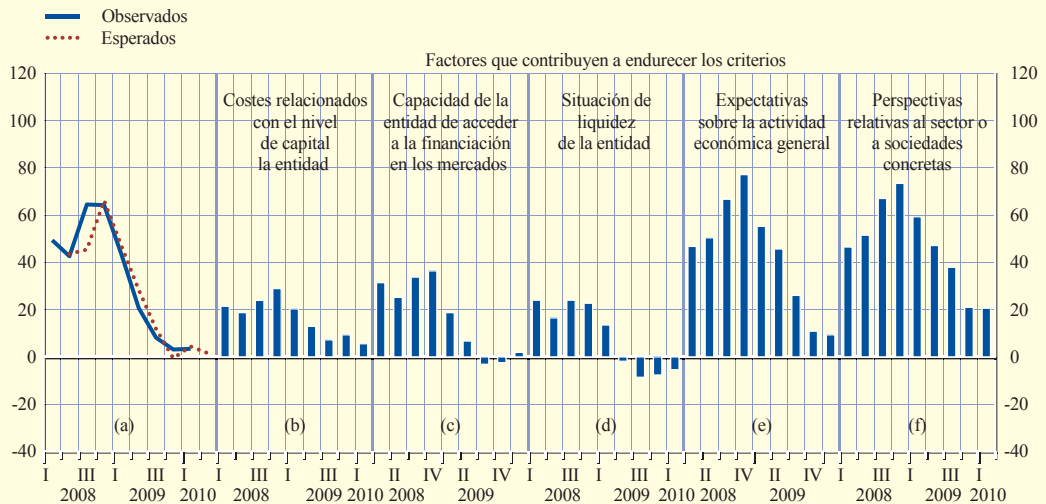
Entre los factores que contribuyeron al endurecimiento neto de los citados criterios, la contribución de las expectativas relativas al sector o a sociedades concretas (el 21%), así como las expectativas

1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 1 de abril de 2010. El 28 de abril de 2010 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

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

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

(en porcentaje neto)



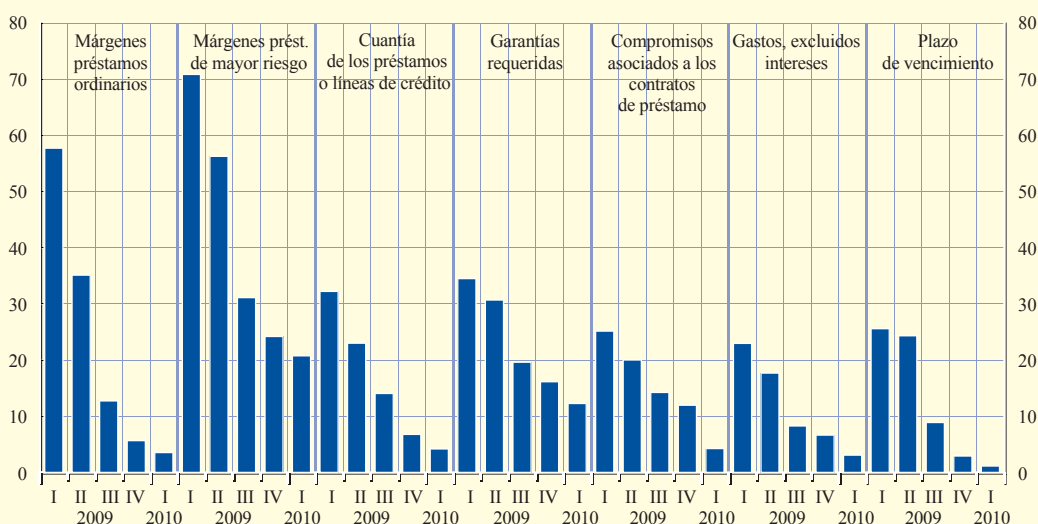
Notas: En el panel (a) el porcentaje neto se refiere a la diferencia entre la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida» y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta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

relativas a la actividad económica en general (el 9%), prácticamente no se modificaron con respecto al cuarto trimestre de 2009, mientras que la contribución del riesgo relativo a las garantías solicitadas disminuyó (el 4%, desde el 12%). Por tanto, la caída de la contribución de los factores relacionados con la percepción de riesgos de las entidades registrada en 2009 se ralentizó en el primer trimestre de 2010. En cuanto a los factores específicos de las entidades de crédito, el panorama siguió siendo dispar. Los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades continuaron contribuyendo al endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos, aunque algo menos que anteriormente (el 6%, frente al 9% del cuarto trimestre de 2009). La capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados también contribuyó ligeramente al endurecimiento de los criterios, después de haber contribuido a su relajación en los dos trimestres anteriores. En cambio, la situación de liquidez de las entidades, favorecida por las medidas no convencionales de instrumentación de la política monetaria adoptadas por el BCE, siguió contribuyendo a la relajación de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito (el -6%, en comparación con el -8% del cuarto trimestre de 2009).

El endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas continuó disminuyendo en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico B). Esta disminución fue generalizada, observándose, en particular, una reducción del endurecimiento neto de los compromisos asociados a los contratos de préstamo (el 4%, frente al 12% del cuarto trimestre de 2009). En los distintos tamaños de empresas, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas descendieron ligeramente (el -1%, frente al 6% del último trimestre de 2009), mientras que el endurecimiento neto de los márgenes permaneció prácticamente invariable (el 8%, en comparación con el 7% del cuarto trimestre de 2009) en el caso de los préstamos a pymes.

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

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



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

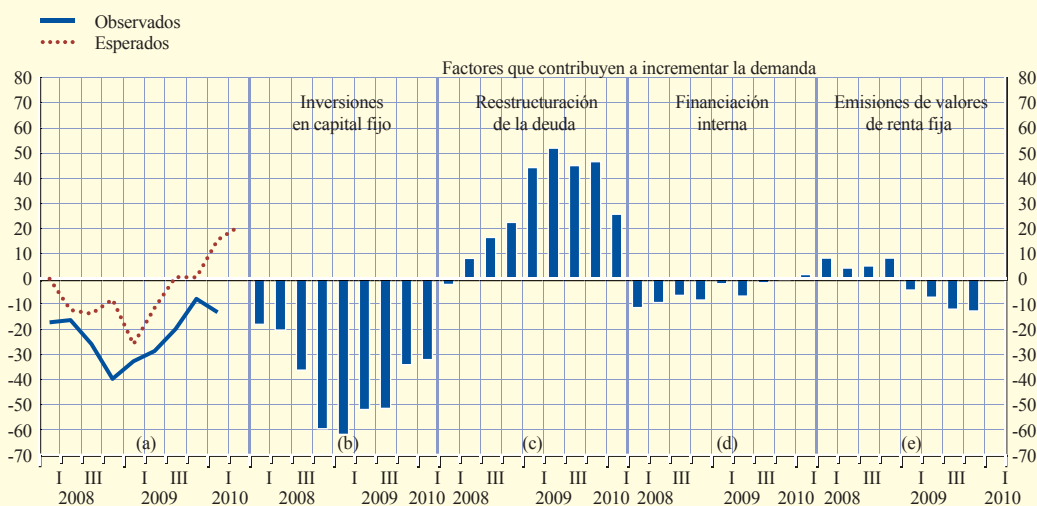
De cara al futuro, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a empresas se mantenga prácticamente invariable en el segundo trimestre de 2010 (el 2%; véase gráfico A).

Demanda de préstamos: La demanda neta³ de préstamos por parte de empresas se redujo en el primer trimestre de 2010 (hasta situarse en el -13%, frente al -8% del cuarto trimestre de 2009; véase gráfico C). Por tanto, la recuperación gradual de la demanda de préstamos por parte de este sector que se había iniciado en el primer trimestre de 2009 parece haberse debilitado en el primer trimestre de 2010. La demanda neta de préstamos disminuyó tanto para los préstamos a pymes (el -9%, desde el -4%) como para los otorgados a grandes empresas (el -20%, desde el -18%) y, en general, siguió siendo más reducida en el caso de estas últimas. El principal motivo de la caída de la demanda neta de préstamos por parte de las empresas parece ser la contribución menos positiva de las reestructuraciones de deuda (esto es, las modificaciones en las condiciones de la deuda viva de las empresas; el 26%, frente al 47% del último trimestre de 2009), que disminuyó desde los niveles excepcionalmente elevados registrados anteriormente. Las condiciones favorables en los mercados financieros, que llevaron a que la financiación bancaria se sustituyera, en cierta medida, por la financiación en los mismos, también redujeron la demanda de préstamos por parte de las empresas, como indicó, en particular, la contribución negativa de la emisión de valores de renta fija (el -10%, frente al -13% del cuarto trimestre de 2009). En cambio, la contribución negativa de las inversiones en capital fijo permaneció prácticamente invariable, en niveles reducidos (el -32%, frente al -34% del cuarto trimestre de 2009), asociados a la contención del gasto en inversión, mientras que la contribución de las existencias y del capital circulante pasó a ser positiva (situándose en el 3%, desde el -1% del último trimestre de 2009) por primera vez desde el tercer trimestre de 2008.

3 El término «demanda neta» se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que ha indicado que ha aumentado la demanda de préstamos y el de las que han señalado que ha disminuido.

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

(en porcentaje neto)



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

De cara al futuro, las entidades de crédito siguen siendo relativamente optimistas en lo que respecta a la demanda de préstamos de las empresas. En términos netos, el 21% (frente al 16% de la encuesta anterior) espera que la demanda neta de préstamos de este sector pase a ser positiva en el segundo trimestre de 2010 y, en consonancia con el patrón actual de demanda de préstamos, se espera que sea más positiva para las pymes (el 24% en el segundo trimestre de 2010) que para las grandes empresas (el 9%).

Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

Criterios de aprobación del crédito: En contraste con la evolución observada en trimestres anteriores y con la situación de los préstamos concedidos a las empresas, se ha registrado un aumento del porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido en el primer trimestre de 2010 (hasta el 10%, desde el 3% del cuarto trimestre de 2009; véase gráfico D). Esto supone también cierto contraste con las expectativas de las entidades en la encuesta anterior, en la que preveían un endurecimiento neto reducido similar al del último trimestre de 2009. Además, parece que el endurecimiento neto adicional del primer trimestre de 2010 no quedó reflejado en los factores subyacentes que, o prácticamente no se modificaron (por ejemplo, las perspectivas relativas al mercado de la vivienda), o contribuyeron menos al endurecimiento neto de los criterios aplicados (por ejemplo, las expectativas relativas a la actividad económica en general) en el citado trimestre. Al mismo tiempo, parte de la explicación del aumento del endurecimiento neto de los criterios puede estar relacionada con otros factores, como cambios en la gestión de riesgos de las entidades. Al igual que en la encuesta anterior, y a diferencia de lo observado en los préstamos a empresas, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, consideradas restricciones puras por el lado de la oferta para la concesión de préstamos, siguieron siendo neutrales (el 1%, frente al 0% del cuarto trimestre de 2009).

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

En cuanto a las condiciones aplicadas a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda, las entidades continuaron aumentando los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo (el 16%) y endureciendo la relación entre el principal y el valor de la garantía (el 11%) y las garantías solicitadas (el 4%), aunque de forma moderada en comparación con los niveles observados hace un año. En cambio, el plazo de vencimiento de los préstamos (el 1%) se mantuvo neutral, en general, y los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios (el -3%) se redujeron en el primer trimestre de 2010 por primera vez desde el tercer trimestre de 2007.

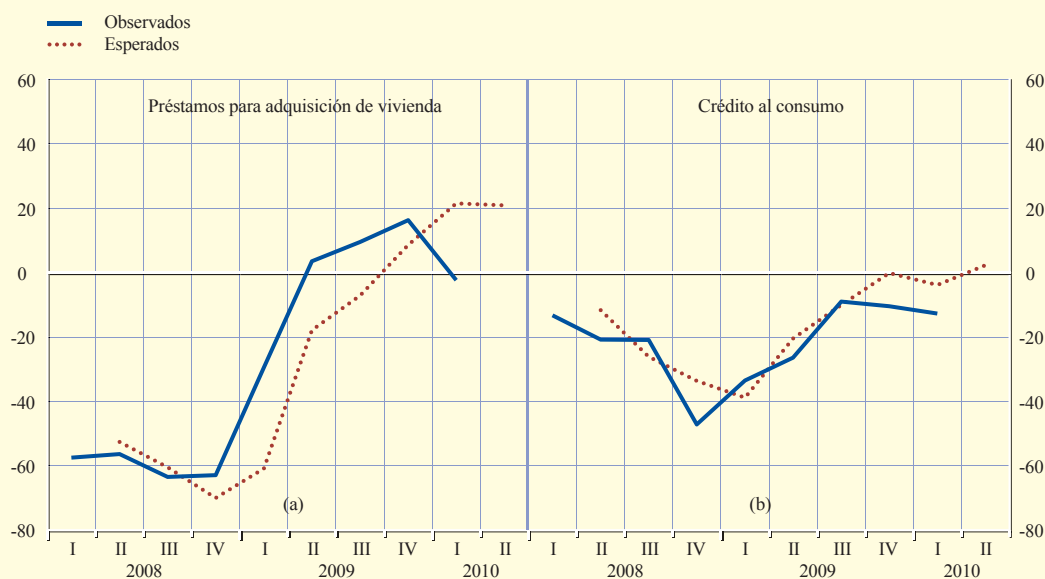
De cara al futuro, las entidades esperan que el endurecimiento neto de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos para adquisición de vivienda disminuya de nuevo en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 2%).

Demanda de préstamos: La demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda se redujo de manera significativa en el primer trimestre de 2010 (situándose en el -2%, en comparación con el 16% del cuarto trimestre de 2009), tras aumentar durante tres trimestres consecutivos y en contraste con la demanda neta positiva esperada por las entidades en la encuesta anterior (véase gráfico E). La disminución de la demanda neta es atribuible, en particular, a una contribución menos positiva de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda (el 3%, frente al 8% del cuarto trimestre de 2009) y a una contribución más negativa de la confianza de los consumidores (el -13%, frente al -2% del último trimestre de 2009). Además, la competencia de otras entidades contribuyó negativamente a la demanda de esta modalidad de préstamo (el -6%, desde el 0%).

De cara al futuro, las entidades esperan que la demanda neta de préstamos para adquisición de vivienda aumente en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 21%).

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

(en porcentaje neto)



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

Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

Criterios de aprobación del crédito: El porcentaje neto de entidades que señaló que los criterios aplicados para la aprobación de créditos al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido se mantuvo prácticamente invariable en el primer trimestre de 2010 (el 11%, en comparación con el 10% del cuarto trimestre de 2009; véase gráfico F), en consonancia, en líneas generales, con las expectativas de la encuesta anterior. Las expectativas de las entidades relativas a la actividad económica en general (el 10%, frente al 13% del cuarto trimestre de 2009) y la solvencia de los consumidores (el 19%, en comparación con el 17% del cuarto trimestre de 2009) fueron los factores que más contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios de aprobación, mientras que la competencia entre entidades contribuyó a que se produjera una relajación de los citados criterios (el -3%, frente al -1% del último trimestre de 2009). Además, al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades tuvieron una contribución neutral, en general, a la concesión de crédito al consumo y otros préstamos a hogares (el 1%, en comparación con el 4% del cuarto trimestre de 2009).

De cara al futuro, las entidades esperan que el endurecimiento neto disminuya en el segundo trimestre de 2010 (hasta el 2%).

Demanda de préstamos: La evolución de la demanda de crédito al consumo parece haber sido algo más contenida en el primer trimestre de 2010 (el -13%, frente al -10% del último trimestre de 2009; véase gráfico E). Las entidades habían esperado una caída menor para el primer trimestre de 2010. Aunque la mayor parte de los factores que influyen en la demanda de crédito al consumo permaneció

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

(en porcentaje neto)



Nota: Véanse las notas del gráfico A.

prácticamente invariable en el primer trimestre de 2010, la competencia de otras entidades redujo en cierta medida la demanda neta de esta modalidad de crédito.

De cara al futuro, en contraste con la encuesta anterior, las entidades esperan que la demanda neta de crédito al consumo y otros préstamos a hogares sea ligeramente positiva en el segundo trimestre de 2010 (el 2%).

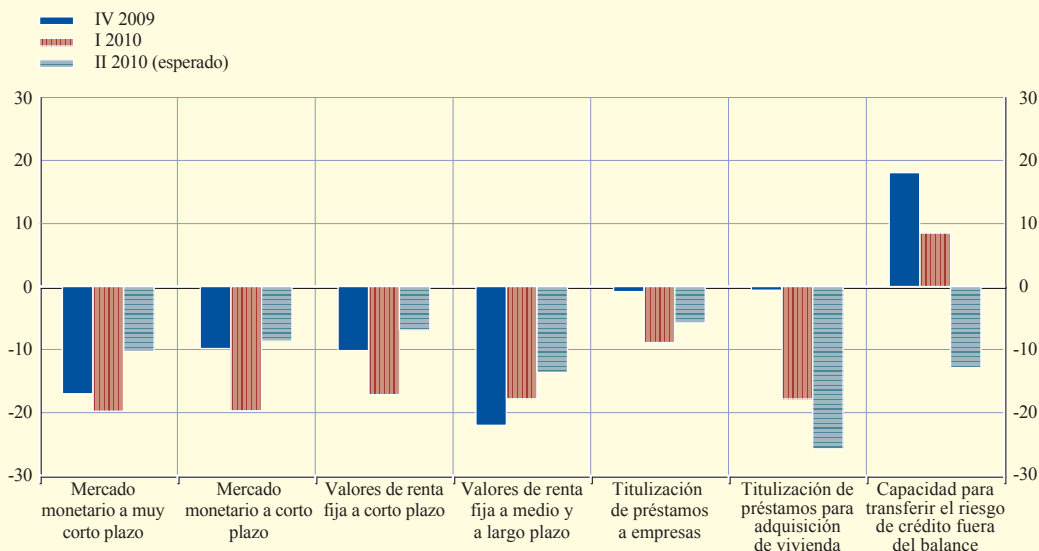
Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de abril de 2010 se planteó una serie de preguntas ad hoc con el objeto de conocer la magnitud del impacto de las tensiones registradas en los mercados financieros sobre los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas y de préstamos a hogares en la zona del euro en el primer trimestre de 2010, y la medida en que podrían seguir influyendo en el segundo trimestre.

Para el primer trimestre de 2010, las entidades participantes en la encuesta indicaron, en general, que su acceso a la financiación en los mercados mayoristas había mejorado, con la excepción de su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera de sus balances (véase gráfico G). En términos netos, aproximadamente el 17%–20% de las entidades participantes (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad»), señalaron que el acceso a los mercados monetarios y a los mercados de renta fija había mejorado en el primer trimestre de 2010. Además, después de una valoración neutral, en líneas generales, del acceso a la titulización fuera de balance o real para los préstamos a empresas y para los préstamos para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2009, las entidades para las que esta línea de negocio es relevante (esto es, alrededor del 60% de las entidades) consideraron que la situación era claramente más positiva, en particular en lo que respecta a la titulización de préstamos para adquisición de vivienda. En términos netos, el 18% de estas entidades señalaron que el acceso a este tipo de titulización había mejorado. En cambio, según el 9% de las

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

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



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

entidades para las que la titulización sintética, esto es, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance, es importante (es decir, el 40% de los encuestados), el acceso a la misma continuó deteriorándose, si bien las entidades manifestaron que habían tenido menos dificultades para transferir este riesgo que en el trimestre precedente. Para el segundo trimestre de 2010, las entidades esperan una nueva mejora en el acceso a la financiación en los mercados mayoristas. Concretamente, en términos netos, el 13% de las entidades para las que esta línea de negocio es relevante esperan que el acceso a la titulización sintética también se vea facilitado.

Por lo que se refiere al impacto de las turbulencias financieras sobre los costes relacionados con el nivel de capital de las entidades y sobre su política crediticia, apenas se registraron variaciones entre el cuarto trimestre de 2009 y el primer trimestre de 2010. En el primer trimestre de 2010, aproximadamente el 40% de las entidades participantes en la encuesta indicó que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia, una valoración acorde, en general, con las respuestas de la encuesta anterior. Además, el 38% (frente al 32% en el cuarto trimestre de 2009) señaló que su nivel de capital básicamente no se había visto afectado en el primer trimestre de 2010 como consecuencia de las turbulencias financieras.

2.2 EMISIONES DE VALORES

La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones siguió moderándose, y en febrero de 2010 se redujo hasta el 6,3%. Los datos sobre la actividad emisora por sectores ponen de manifiesto que esta moderación fue generalizada en la mayor parte de los sectores, excepto en el sector no financiero, y también en los distintos plazos de vencimiento. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se mantuvo prácticamente invariable.

VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

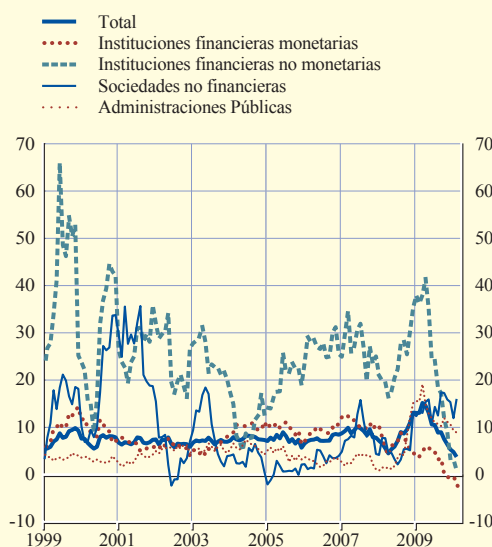
La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó moderándose y en febrero de 2010 se redujo hasta el 6,3%, desde el 7,7% del mes precedente (véase cuadro 3). Siguiendo la tendencia a la baja que comenzó hace un año, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo disminuyó hasta el -5,9% en febrero de 2010. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo cayó hasta el situarse en el 8%. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, confirma que se ha producido una moderación generalizada de la emisión en todos los sectores institucionales (véase gráfico 8).

En los últimos meses, la actividad de refinanciación ha repuntado, debido al aumento registrado

en la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo, en detrimento de la emisión de valores a corto plazo. No obstante, parece que, en febrero de 2010, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo empezó a estabilizarse, y se situó en el 11%, en comparación con el 11,6% del mes precedente. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se redujo hasta aproximadamente la mitad, el 1,5%, desde el 3,4% del mes precedente.

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.

Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros)	Tasa de crecimiento interanual ¹⁾					
		2010		2009			
		Febrero	Enero	IV	III	II	I
Valores distintos de acciones:	15.206	10,6	12,0	11,5	10,2	7,7	6,3
IFM	5.416	5,9	5,8	4,1	2,9	2,2	0,5
Instituciones financieras no monetarias	2.976	30,8	32,5	28,6	22,2	13,2	9,4
Sociedades no financieras	827	7,9	10,3	13,3	15,5	13,2	14,3
Administraciones Públicas	5.987	9,6	12,2	13,5	12,7	10,1	9,8
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.612	9,9	12,4	13,7	12,9	10,2	9,8
Otras Administraciones Públicas	375	6,0	9,6	9,5	10,4	9,1	10,8
Acciones cotizadas:	4.171	1,2	1,9	2,7	2,8	2,9	3,0
IFM	504	7,2	8,7	9,4	8,9	8,3	8,3
Instituciones financieras no monetarias	337	3,1	3,4	4,1	2,9	5,3	5,4
Sociedades no financieras	3.330	0,0	0,8	1,6	1,9	1,9	2,0

Fuente: BCE.

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

En cuanto a la emisión por sectores, la moderación observada en el ritmo de emisión de valores distintos de acciones en febrero de 2010 pareció ser generalizada, aunque no incluyó al sector empresas, en el que se registró un repunte y la emisión se situó en niveles elevados en términos históricos. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro fue del 14,3% en febrero de 2010, desde el 13,2% del mes anterior. Los elevados volúmenes y el ritmo sostenido de emisión neta de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo desde finales de 2008 sugiere que las empresas, especialmente las grandes empresas, han obtenido financiación en los mercados de capitales, beneficiándose, en particular, del estrechamiento de los diferenciales de los valores de renta fija privada y como muestra de que están reaccionando ante las condiciones relativamente estrictas aplicadas a los préstamos bancarios, según se indica en la encuesta sobre préstamos bancarios de abril de 2010 (véase recuadro 3).

Pese a observarse algunas señales de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en febrero de 2010, en el 9,8%, en comparación con el 10,1% del mes precedente. Esta evolución es acorde con la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro, aunque se ha de destacar que en los últimos meses se ha producido una fuerte reducción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (véase también el recuadro 4).

En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM experimentó un acusado descenso y se situó en el 0,5% en febrero, el nivel más bajo registrado en las dos últimas décadas. Esta debilidad ha estado impulsada, en gran parte, por la pronunciada contracción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo (con una tasa de crecimiento interanual del -14,2% en febrero de 2010), mientras que la de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo se redujo hasta el 3,3%. El panorama en lo que respecta a los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias es prácticamente similar, con una tasa de crecimiento interanual que cayó hasta el 9,4% en febrero de 2010, desde el 13,2% del mes anterior, debido, principalmente, a que la emisión a corto plazo volvió a experimentar una fuerte disminución.

ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente invariable, en el 3%, en febrero de 2010 (véase gráfico 9). Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las IFM se moderó ligeramente con respecto a los meses anteriores, se mantuvo elevada, en el 8,3%, en febrero de 2010. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para consolidar sus balances. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras apenas experimentó variaciones y fue del 2% en febrero, pese al coste relativamente elevado de la financiación mediante acciones.

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.

Recuadro 4

EL TAMAÑO Y LA COMPOSICIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN LA ZONA DEL EURO

Desde que se inició la crisis financiera, la deuda pública ha aumentado sustancialmente tras un período de necesidades de financiación relativamente reducidas. En 2010, es probable que el endeudamiento de las Administraciones Públicas de la zona del euro —para financiar los déficits públicos y refinanciar los vencimientos de deuda pública— ascenderá aproximadamente al 26% del PIB de la zona del euro, lo que representa un pronunciado incremento con respecto al 15% del PIB en 2007 y al 17% del PIB en 2008.

El tamaño y la composición del endeudamiento público preocupan a los bancos centrales por varios motivos. En primer lugar, los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad económica y los precios podrían verse potenciados si un Gobierno adopta medidas fiscales para contrarrestar el impacto del creciente gasto por intereses en el saldo presupuestario total. En segundo lugar, el tamaño y la composición del endeudamiento público también afecta a las condiciones de financiación del sector privado, teniendo posibles efectos negativos en el conjunto de la actividad económica. En tercer lugar, un porcentaje mayor de deuda pública a corto plazo o de instrumentos a tipo de interés variable reduce el gasto público por intereses en momentos en que los tipos de interés de mercado a corto plazo son bajos. No obstante, *ceteris paribus*, amplía la exposición de los Gobiernos a los riesgos de financiación derivados de cambios en los tipos de interés oficiales o en el clima de los mercados.

En estas circunstancias, este recuadro examina: a) los instrumentos de endeudamiento de las Administraciones Públicas de la zona del euro, b) la denominación de la divisa y el tipo de inversores, c) la estructura de vencimientos de la deuda pública en circulación y cómo ha cambiado desde el inicio de la crisis, y d) la relación entre la pendiente de la curva de rendimientos y el comportamiento emisor de los Gobiernos.

Instrumentos de endeudamiento de las Administraciones Públicas

En el último año los Gobiernos se han visto obligados a recurrir cada vez más a los mercados financieros y, en cierta medida, también a los bancos para obtener financiación, lo que ha guardado relación con las consecuencias de la crisis financiera y de la recesión económica en la situación de las finanzas públicas. En 2009, los ratios de deuda pública crecieron con rapidez (más de 10 puntos porcentuales) en Irlanda, Grecia, España y Eslovenia, y sus niveles fueron especialmente elevados (muy por encima del 100%) en Italia y Grecia¹. Los dos tipos principales de instrumentos utilizados por los Gobiernos de la zona del euro para financiarse son los valores distintos de acciones y los préstamos bancarios. A finales de 2009, en torno al 82% de la deuda pública de la zona del euro se financiaba en forma de valores distintos de acciones. El porcentaje de préstamos bancarios en la deuda pública era de alrededor de un 15%. Los préstamos bancarios se utilizan, principalmente, para la financiación de los municipios y de las administraciones locales, o para inversiones a largo plazo, mientras que las administraciones centrales dependen más de la emisión de valores de renta fija negociables.

¹ El acusado incremento de la deuda pública en relación con el PIB en 2009 reflejó la conjunción de diversos factores: por un lado, unos déficits primarios elevados (debidos, en parte, a las medidas de estímulo fiscal), por otro lado, un diferencial crecimiento/tipo de interés desfavorable, y, por último, en algunos países, el coste del apoyo en forma de capital a las instituciones financieras. Para más información, véase A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper n.º 109, BCE, abril de 2010.

Denominación de la divisa y tipo de inversores

En marzo de 2010, la gran mayoría de la deuda pública en circulación en la zona del euro estaba denominada en euros (97,3% o 5.873 mm de euros), mientras que únicamente en torno al 2,1% (126 mm de euros) estaba denominada en dólares estadounidenses y el 0,1% (6 mm de euros) en libras esterlinas. Estas cifras pueden compararse con las de enero de 2007: 97,5% en euros, 1,4% en dólares estadounidenses y 0,1% en libras esterlinas. Solo unos pocos países de la zona del euro tienen un porcentaje considerable de su deuda en moneda extranjera, y sus exposiciones a los riesgos de tipo de cambio suele contar con una estrategia de cobertura. Además, el reducido incremento observado en la deuda pública de la zona del euro denominada en dólares estadounidenses entre enero de 2007 y marzo de 2010 estuvo acompañado de una relativa reducción de la deuda denominada en otras monedas (por ejemplo, francos suizos o yenes japoneses).

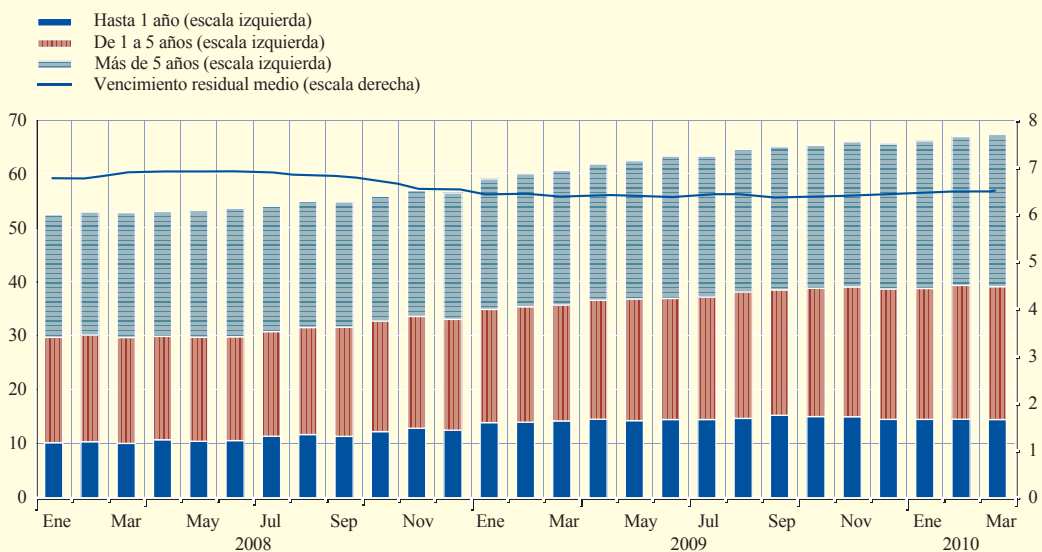
Desde la perspectiva de los países de la zona del euro, los inversores internos (residentes) mantenían alrededor del 47% de la deuda pública, mientras que en torno al 53% estaba en manos de no residentes (incluidos de otros países de la zona del euro). El elevado porcentaje de no residentes con tenencias de deuda pública pone de manifiesto el alto grado de integración de los mercados de capitales. El porcentaje de deuda pública en poder de los inversores internos varía de un país a otro, desde aproximadamente un 20% hasta un 90%.

Estructura de vencimientos

Por lo que se refiere a la estructura de vencimientos de la deuda pública, este recuadro se centra en el volumen de instrumentos de renta fija negociable en circulación (es decir, bonos y obligaciones del Estado y letras del Tesoro) y no trata de la financiación a través de préstamos bancarios o los efectos de los derivados, que podrían modificar la estructura de vencimientos, aunque solo marginalmente. El

Gráfico A Saldo de deuda pública de la zona del euro en circulación y vencimiento residual

(en porcentaje del PIB; años)



Fuente: Cálculos del BCE.

Vencimiento residual de la deuda pública de la zona del euro a final de marzo de 2010

(en porcentaje total; mm de euros)

Meses/años hasta el vencimiento	% de la deuda total	% de la deuda total (en términos acumulados)	mm de euros	mm de euros (en términos acumulados)
0-3 meses	7,1	7,1	429,0	429,0
4-6 meses	6,5	13,6	389,5	818,5
7-9 meses	3,5	17,1	212,0	1.030,5
10-12 meses	4,5	21,5	270,5	1.301,0
13-18 meses	6,0	27,5	361,2	1.662,2
19-24 meses	5,2	32,7	312,9	1.975,2
2-5 años	25,4	58,1	1.535,6	3.510,7
5-10 años	23,4	81,6	1.414,3	4.925,1
10-15 años	6,5	88,1	391,1	5.316,2
Más de 15 años	11,9	100,0	721,3	6.037,4

Fuente: Cálculos del BCE.

motivo principal para el uso de derivados es separar la estrategia de emisión de la gestión del riesgo de tipos de interés o de tipo de cambio. Por ejemplo, puede que sea preferible —con vistas a reforzar la liquidez en el mercado secundario— concentrar la emisión en relativamente pocas series de referencia. Esta estrategia de emisión podría ayudar a mantener una base inversora estable y a limitar el gasto público por intereses mediante un descenso del rendimiento de la deuda pública.

El significativo incremento del volumen de deuda pública desde el inicio de la crisis ha llevado aparejado una ligera reducción del vencimiento residual total de la deuda pública de la zona del euro. Por ejemplo, durante el período comprendido entre enero de 2008 y marzo de 2010, el vencimiento residual medio de la deuda pública en circulación se redujo de 6,7 a 6,5 años (véase gráfico A). Durante el mismo período, el porcentaje de deuda pública con un plazo a la emisión de hasta un año se incrementó del 5,7% al 10,3%, mientras que el porcentaje de deuda pública en circulación con un plazo a la emisión superior a cinco años pasó del 79,1% al 73,3% en la zona del euro. El porcentaje de deuda pública de la zona del euro a tipos de interés variable se redujo hasta el 5,5% en marzo de 2010, frente al 6,6% en enero de 2008.

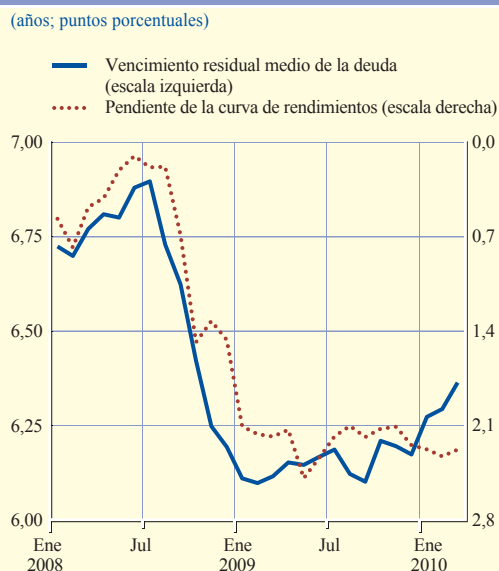
Si se considera desde la perspectiva del riesgo de refinanciación de los Gobiernos, el volumen de deuda con vencimiento en uno o dos años es más importante que el vencimiento medio residual de la deuda pública en circulación, dado que cualquier dificultad financiera o tensión en los mercados incide directamente en la deuda con vencimiento a corto plazo. A finales de marzo de 2010, en torno al 21,5% (1.301 mm de euros, o cerca del 14,5% del PIB) de la deuda pública en circulación de la zona del euro vencerá en un año y alrededor del 32,7% (1.975 mm de euros, o cerca del 22% del PIB), en cifras acumuladas, vencerá en dos años (véase cuadro).

La pendiente de la curva de rendimientos y el comportamiento emisor de los Gobiernos

Al gasto público por intereses también le influye el nivel y la forma de la curva de rendimientos y el porcentaje de instrumentos de deuda pública en circulación a tipo de interés variable. Estos instrumentos suelen estar vinculados a los tipos del mercado monetario a 6 o 12 meses y son, por lo tanto, especialmente sensibles a cambios en los tipos de interés oficiales. Un instrumento a tipo de interés variable vincula los pagos por intereses a los tipos de interés a corto plazo, pero evita la frecuencia de renovación de la deuda a corto plazo y el aumento correspondiente del riesgo de refinanciación.

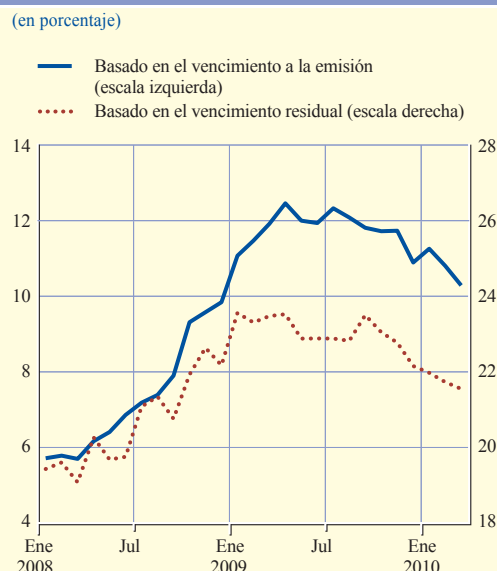
La tendencia reciente de los Gobiernos a endeudarse a corto plazo puede ser consecuencia de las favorables condiciones de financiación a los plazos más cortos de la curva de rendimientos, así como de

Gráfico B Vencimiento de la deuda pública y pendiente de la curva de rendimientos



Fuente: Cálculos del BCE.
 Nota: El vencimiento medio de la deuda se calcula como la media simple de los 11 países más grandes de la zona del euro. La pendiente de la curva de rendimientos es el diferencial entre el tipo de interés de la deuda a diez años y el tipo de la deuda a dos años.

Gráfico C Porcentaje medio de la deuda pública a corto plazo



Fuente: Cálculos del BCE.
 Nota: El gráfico muestra, para la zona del euro, el porcentaje de deuda pública con vencimiento inferior a un año.

una concentración de la demanda de los inversores en el segmento a corto plazo durante la crisis. La mayor parte del acortamiento observado en el vencimiento residual medio se produjo en el segundo semestre de 2008, es decir, en el punto máximo de la crisis y coincidiendo con el acusado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos (véase gráfico B). Como muestra el gráfico C, desde mediados de 2008 hasta mediados de 2009, el porcentaje de nueva deuda emitida con vencimiento inicial inferior a un año creció con mucha más rapidez que el porcentaje de deuda en circulación con vencimiento residual inferior a un año, lo que sugiere que el acortamiento de los vencimientos no fue algo puramente mecánico, sino que se debió a una decisión meditada de los gestores de deuda soberana.

Aunque cabe la posibilidad de que la mayor dependencia de la deuda a corto plazo reduzca los actuales costes de endeudamiento de los Gobiernos, los expone a mayores riesgos de refinanciación, que, si se asumen por encima de un cierto nivel, puede que no favorezcan a la estabilidad macroeconómica y financiera. Desde el punto de vista de la política monetaria, cuanto mayor sea el volumen de deuda a corto plazo y tipo de interés variable, mayor será la sensibilidad del gasto público por intereses a cambios en los tipos de interés oficiales. Por consiguiente, un mayor porcentaje de deuda pública a corto plazo y tipo de interés variable puede contribuir a generar tensiones en las finanzas públicas en un momento en el que tal vez sería necesario abandonar una política monetaria de carácter expansivo.

Conclusiones

En resumen, es preciso adoptar y aplicar con prontitud ambiciosas estrategias de consolidación presupuestaria, con el fin de revertir el rápido crecimiento de la deuda pública en relación con el PIB en

la zona del euro y limitar su efecto negativo y duradero sobre la inversión privada y el crecimiento económico potencial. En el futuro, las estrategias de gestión de la deuda pública deberían prestar más atención que en el pasado a los aspectos de estabilidad macroeconómica y financiera.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario experimentaron un ligero aumento en todos los plazos de vencimiento en abril y principios de mayo de 2010, reflejo de las tensiones recientes asociadas a la preocupación de los participantes en los mercados financieros acerca de los riesgos soberanos en algunos países de la zona del euro, pese a la persistencia de unas condiciones holgadas de liquidez. El 28 de abril de 2010, el BCE llevó a cabo una operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. Al mismo tiempo, el Eurosistema continuó realizando adquisiciones directas de bonos garantizados en el contexto del programa de compras que comenzó el 6 de julio de 2009.

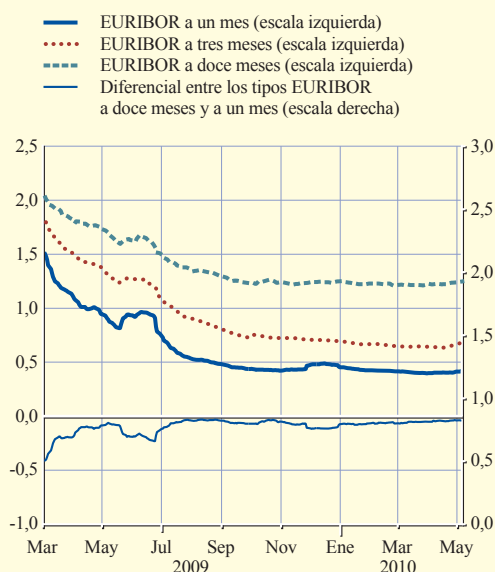
En abril y principios de mayo de 2010, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías experimentaron un ligero aumento en todos los plazos de vencimiento. El 5 de mayo, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,417%, el 0,672%, el 0,976% y el 1,242%, respectivamente, esto es aproximadamente 1, 3, 3 y 2 puntos básicos por encima de los niveles observados el 7 de abril. En conjunto, la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario prácticamente no se modificó, y el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes era de unos 83 puntos básicos el 5 de mayo (véase gráfico 10).

Entre el 7 de abril y el 5 de mayo, los tipos de interés del mercado monetario con garantías, como los derivados del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses, aumentaron algo más que los tipos sin garantías correspondientes. El tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,417% el 5 de mayo, unos 4 puntos básicos por encima del nivel del 7 de abril. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario con garantías y el EURIBOR sin garantías correspondiente experimentó un descenso marginal, situándose en unos 26 puntos básicos el 5 de mayo, en torno a 1 punto básico por debajo del nivel del 7 de abril (manteniéndose relativamente elevado en comparación con el nivel registrado antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros, en agosto de 2007).

El 5 de mayo, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en junio, septiembre y diciembre de 2010 y marzo de 2011 se situaron en el 0,82%, el 0,91%, el 0,97% y el 1,01%, respectivamente.

Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario

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



Fuentes: BCE y Reuters.

Los tipos implícitos en los contratos con vencimiento en junio y septiembre de 2010 se situaron 9 puntos básicos y 1 punto básico, respectivamente, por encima de los niveles observados el 7 de abril, mientras que los implícitos en los contratos con vencimiento en diciembre de 2010 y marzo de 2011 fueron 11 y 25 puntos básicos más bajos, respectivamente.

El EONIA permaneció estable, en líneas generales, en abril y principios de mayo, y se mantuvo aproximadamente 10 puntos básicos por encima del tipo de interés de la facilidad de depósitos, el 0,25% (véase gráfico 11), con la excepción del 13 de abril, último día del tercer período de mantenimiento de 2010, fecha en que el EONIA se incrementó hasta el 0,658%, como consecuencia de una operación de absorción de liquidez que realizó el Eurosistema en la que se aplicó un procedimiento de subasta a tipo de interés variable. En la operación se absorbieron 292,3 mm de euros, con un tipo máximo del 0,9%, un tipo marginal del 0,8% y un tipo medio ponderado del 0,76%. El 5 de mayo, el EONIA se situaba en el 0,344%.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 6, 13, 20 y 27 de abril y 4 de mayo, el BCE adjudicó 71,5 mm de euros, 70,6 mm de euros, 70,2 mm de euros, 75,6 mm de euros y 90,3 mm de euros, respectivamente. En cuanto a las operaciones a plazo más largo, el BCE llevó a cabo dos OFPML en abril: una operación a un mes con un tipo de interés fijo del 1% y adjudicación plena el 14 de abril (en la que adjudicó 15,7 mm de euros) y una operación a tres meses aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable el 28 de abril (en la que adjudicó 4,8 mm de euros).

En consonancia con el aumento del superávit de liquidez registrado 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 depósitos se incrementó hasta situarse en 209,7 mm de euros en el período comprendido entre el 14 de abril y el 5 de mayo, ligeramente por encima de los 200,7 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que finalizó el 13 de abril.

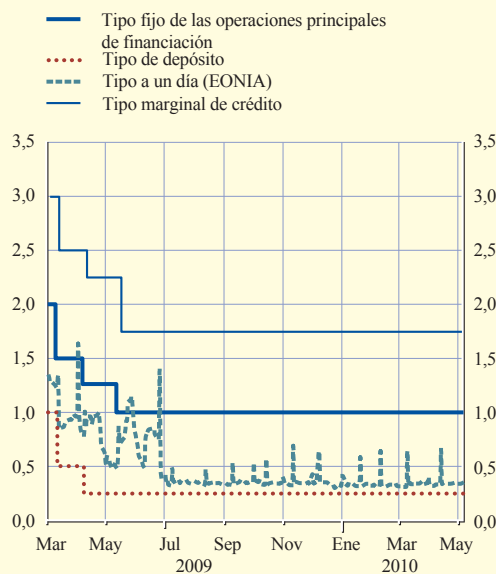
Asimismo, se continuó con el programa de adquisición de bonos garantizados que se inició el 6 de julio de 2009. El importe total de los bonos garantizados denominados en euros emitidos en la zona del euro adquiridos ascendía a 50,9 mm de euros el 5 de mayo, con un importe total anunciado de compras directas de 60 mm de euros hasta finales de junio de 2010.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

En abril y a comienzos de mayo, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en la zona del euro y en Estados Unidos. La publicación de datos macroeconómicos básicamente positivos, que

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

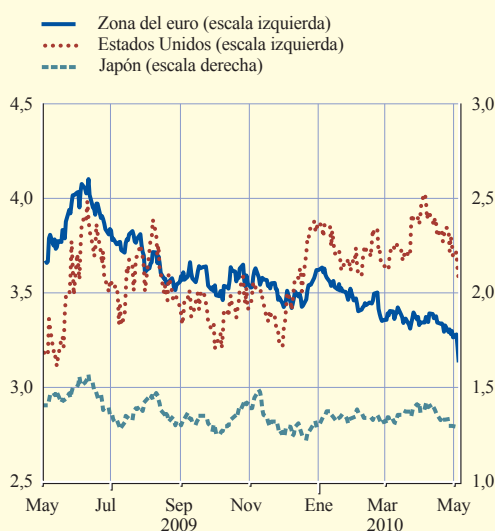
mostraban una recuperación gradual de la actividad económica, fue contrarrestada por los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad como la deuda pública de elevada calificación, impulsados por la intensificación de la crisis de las finanzas públicas griegas. Los diferenciales de deuda soberana de los países de la zona del euro frente a los bonos alemanes se ampliaron considerablemente en Grecia y notablemente en otros países de la zona del euro. Las expectativas de inflación de la zona obtenidas de los bonos indicados no experimentaron cambios significativos y siguieron apuntando a que se mantendrían firmemente ancladas a medio plazo. Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro aumentaron en todos los sectores y calificaciones crediticias.

En comparación con finales de marzo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro disminuyó en 20 puntos básicos, situándose en el 3,1% el 5 de mayo. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años se redujo en unos 30 puntos básicos, hasta situarse en el 3,6% en la misma fecha. En consecuencia, el diferencial de tipos de interés entre la deuda pública nominal a diez años de Estados Unidos y la de la zona del euro se estrechó hasta 50 puntos básicos (véase gráfico 12). Al mismo tiempo, tras mantenerse estable en la mayor parte del mes de abril, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija aumentó en la zona del euro y en Estados Unidos hacia finales de abril y en la primera semana de mayo. La evolución del rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro y de Estados Unidos no reflejó la publicación de datos macroeconómicos básicamente positivos, que mostraban una mejora de la actividad económica. Por el contrario, esta evolución estuvo determinada por los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, como consecuencia de la crisis de las finanzas públicas de Grecia, y también por las expectativas de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en niveles reducidos a medio plazo.

La intensificación gradual de la crisis de confianza en la sostenibilidad de la situación de las finanzas públicas griegas se tradujo en importantes desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, como la deuda pública de calificación AAA de la zona del euro. Las previsiones publicadas por Consensus Economics apuntaron a la contención de la inflación a largo plazo, con lo que se redujeron las expectativas de endurecimiento de la política monetaria a corto plazo. Utilizando los tipos *swap* a largo plazo del EONIA como fuente complementaria de información, los niveles actuales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo a ambos lados del Atlántico reflejan efectivamente las expectativas de que los tipos de interés a corto plazo se mantendrán excepcionalmente bajos a medio plazo. La actual crisis financiera ha impulsado episodios de grandes desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, que han resultado en un mayor sesgo nacional de las decisiones de inversión. En el recuadro 5 se describe el impacto de la crisis financiera sobre la integración de los mercados financieros.

Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, EuroMTS y BCE.
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.

INTEGRACIÓN FINANCIERA Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2008: UNA PERSPECTIVA DE ASIGNACIÓN DE CARTERAS INTERNACIONALES

En este recuadro se analiza el impacto de la crisis financiera en el sesgo nacional (es decir, la tendencia a favorecer la inversión en activos nacionales, incluso cuando el riesgo se distribuye de manera más eficiente si se mantienen activos exteriores en la cartera del inversor)¹. Para llevar a cabo este análisis, se compilan medidas de cantidad basadas en los activos y pasivos mantenidos en las carteras internacionales a fin de período y se utiliza la encuesta coordinada sobre inversión de cartera del FMI (CPIS en sus siglas en inglés), que incluye casi todos los activos de inversión internacionales, mantenidos principalmente por agentes del sector privado. Como los datos se recopilan con cierto desfase a partir de finales de 1997, en este recuadro se examina la evolución observada entre 1997 y 2008.

Integración financiera y sesgo nacional

En la literatura económica se han utilizado medidas basadas en la calidad para mostrar que el capital financiero no circula suficientemente entre los países desarrollados (la paradoja de «Feldstein-Horioka»)² y que los inversores tienden a dar demasiado peso en sus carteras a los activos nacionales, en relación con una cartera diversificada de forma óptima (es decir, tienen un sesgo nacional). Así pues, es importante medir el grado de sesgo nacional de los distintos países y las diferentes clases de activos, así como seguir su evolución en el tiempo, para entender mejor el proceso de integración financiera internacional³.

Pese a la importante diversificación internacional de las carteras en los quince últimos años, el sesgo nacional sigue siendo generalmente elevado en todos los países. No obstante, en promedio, este sesgo ha disminuido claramente en todos los países desarrollados y en todas las clases de activos durante el período 1997-2007, siendo el descenso más pronunciado en las tenencias de renta fija que en las tenencias de renta variable. Este hecho avala la opinión compartida de que la integración financiera estaba muy avanzada a escala mundial antes de que se produjera la crisis financiera de 2008.

Entre los países examinados, Japón y España tienen el sesgo nacional más alto en los mercados de renta variable, con un 84% y un 83%, respectivamente en 2008 (véase gráfico A), mientras que Estados Unidos y Japón tienen el sesgo más elevado en los mercados de renta fija, con un 91% y un 83%, respectivamente, en 2008 (véase gráfico B).

En 2008, el sesgo nacional en los valores de renta variable de los residentes en la zona del euro (59%) fue del mismo orden de magnitud que el de los inversores estadounidenses (61%), pero el sesgo nacional en las tenencias de valores de renta fija por parte de los inversores de la zona del euro fue considerablemente más bajo⁴. Este hecho enmascara, sin embargo, la distinta evolución de los diferentes inversores representativos de la zona del euro. Por ejemplo, los inversores alemanes mantie-

1 K. R. French y J. M. Poterba (1991), «Investor Diversification and International Equity Markets», *American Economic Review*, 81, pp. 222-226; G. Huberman (2001), «Familiarity Breeds Investment», *Review of Financial Studies*, 14, pp. 659-680.

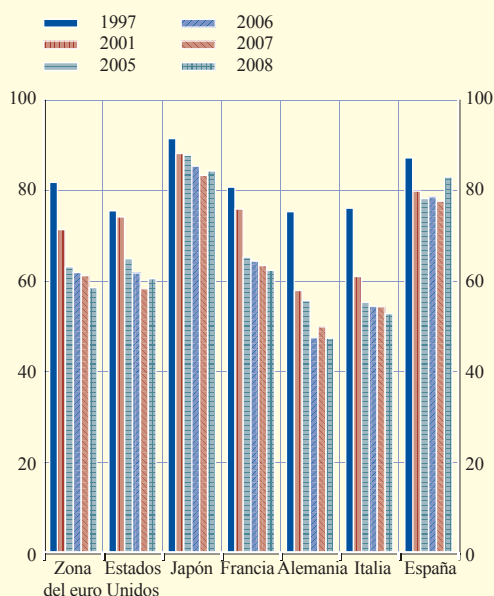
2 M. Feldstein y C. Y. Horioka (1980), «Domestic Savings and International Capital Flows», *Economic Journal*, 90, pp. 314-329.

3 Un índice utilizado habitualmente para medir el sesgo nacional es uno menos el coeficiente de aceptación de activos extranjeros (FAAR, en sus siglas en inglés). El FAAR mide hasta qué punto el porcentaje de activos extranjeros en la cartera de un inversor difiere del porcentaje de activos extranjeros que se mantendría en una cartera global «sin fronteras». Según esta medida, el sesgo nacional es más elevado cuanto más diste el FAAR de la unidad. Véanse FMI (2005), *Global Financial Stability Report*, septiembre, capítulo 3, y C. Bertaut y W. Grivier (2004), «Recent developments in cross-border investments in securities», *Federal Reserve Bulletin*, invierno, pp. 19-31.

4 Las cifras que se presentan en este recuadro se refieren a 12 países de la zona del euro (esto es, Austria, Alemania, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal).

Gráfico A Sesgo nacional en los valores de renta variable en algunas economías

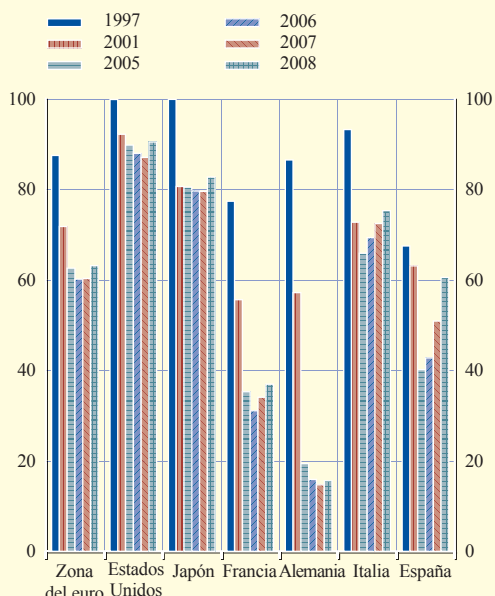
(en porcentaje; fin de período)



Fuentes: FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico B Sesgo nacional en los valores de renta fija en algunas economías

(en porcentaje; fin de período)



Fuentes: BPI, FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

nen relativamente más acciones y deuda extranjeras que el residente de la zona del euro representativo. Por el contrario, los inversores españoles e italianos mantienen, respectivamente, relativamente más acciones y deuda nacionales que otros residentes en la zona del euro. Los inversores franceses tienen un menor sesgo nacional en los instrumentos de renta fija que en los de renta variable.

Los flujos internacionales de carteras también han aumentado en los países de la zona del euro desde finales de 1997, porque la UEM actuó de elemento catalizador de nuevas operaciones de cartera [por ejemplo, mediante la reducción de las barreras legales, en particular de la eliminación implícita de las reglas de case de monedas dentro de la zona del euro⁵, la utilización compartida de plataformas comunes (v.g., Euronext) y la simplificación de la normativa internacional]⁶. Todo ello explica por qué algunos países de la zona del euro tienen un sesgo nacional más bajo que la zona del euro en su conjunto.

El impacto de la crisis financiera en los indicadores de integración financiera internacional en 2008

El estudio de la reasignación del capital financiero en las principales economías avanzadas durante la crisis financiera (en particular en 2008) podría proporcionar elementos importantes para entender me-

5 El papel de la UEM es más importante en los mercados de renta fija porque las empresas de seguros y los fondos de pensiones, que compran fundamentalmente valores de renta fija, están sujetos a algunas restricciones en sus coeficientes de inversión en activos emitidos por no residentes y, por lo tanto, en el nivel de sus activos en moneda extranjera. Desde la introducción del euro en enero de 1999, la regla de case de monedas dentro de la zona del euro se ha trasladado de las monedas nacionales al euro. La mayor flexibilidad resultante permitió a las cartera de los distintos países de la zona del euro lograr una mayor diversificación del riesgo de inversión mediante la adquisición de más activos de fuera de la zona del euro.

6 B. Gerard y R. A. De Santis (2010), «International portfolio reallocation: Diversification benefits and European monetary union», *European Economic Review*, 2009, 53, pp. 1010-1027. R. A. De Santis (2010), «The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks», *International Journal of Central Banking*, de próxima publicación en junio de 2010.

jor cómo la reciente crisis financiera influyó en el proceso de integración financiera internacional.

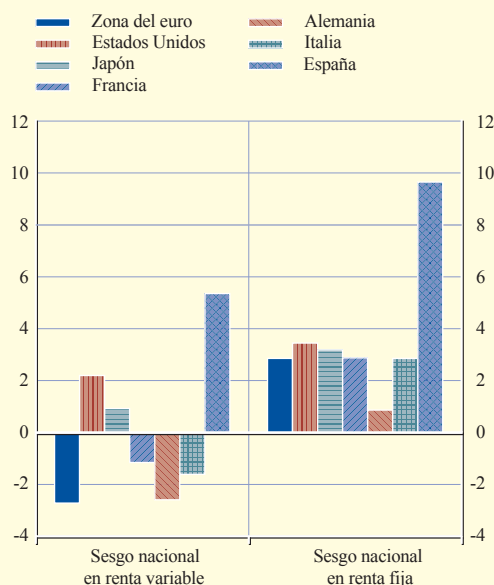
Tradicionalmente, en épocas de inestabilidad financiera y económica, la prima de riesgo de los valores de renta variable en relación con la renta fija aumenta, puesto que los inversores trasladan sus inversiones de activos con más riesgo a mercados de renta fija más seguros. Por consiguiente, en 2008, la búsqueda de la calidad que resultó de la crisis afectó al sesgo nacional.

Durante la crisis financiera de 2008, el sesgo nacional en los mercados de renta fija se elevó significativamente en todos los países que se analizan en este recuadro, siendo España el país que registró mayores incrementos (10 puntos porcentuales; véase gráfico C)⁷. El sesgo nacional en los mercados de renta variable aumentó en menor medida entre los inversores norteamericanos y japoneses y disminuyó para el conjunto de la zona del euro. La tendencia general de aumento del sesgo nacional en los mercados de renta fija se debe al acusa-

7 El sesgo nacional en los mercados de deuda de Francia, Italia y España aumentó a finales de 2007, debido posiblemente al inicio de la crisis financiera en agosto de 2007.

Gráfico C Cambio en el sesgo nacional de los valores de renta variable y de renta fija en 2008 con respecto a 2007

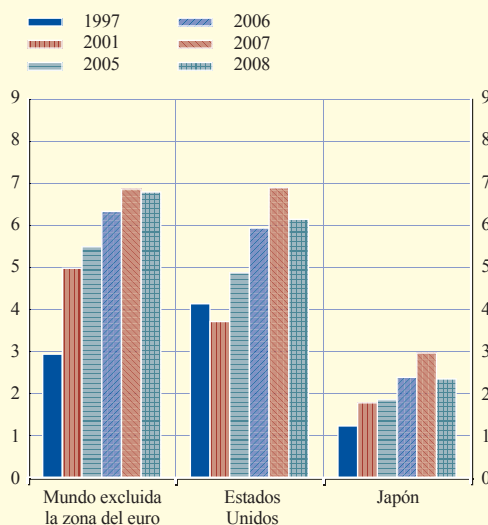
(puntos porcentuales; fin de periodo)



Fuentes: BPI, FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico D Valores de renta variable de la zona del euro mantenidos en el exterior

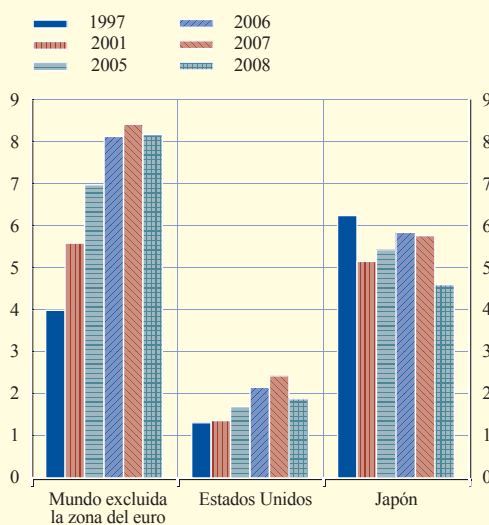
(distribución porcentual del total de la cartera de renta variable en el exterior)



Fuentes: FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

Gráfico E Valores de renta fija de la zona del euro mantenidos en el exterior

(distribución porcentual del total de la cartera de renta fija en el exterior)



Fuentes: BPI, FMI, Thomson Financial Datastream y cálculos de los expertos del BCE.

do crecimiento de las emisiones de deuda en 2008, siendo los inversores nacionales los que más suscribieron la deuda emitida. Por el contrario, el menor grado de sesgo nacional en los mercados de renta variable en la zona del euro puede atribuirse a la caída más acusada de la capitalización en los mercados nacionales. En general, la integración internacional de los mercados de renta fija parece mucho más vulnerable a la inestabilidad financiera, debido posiblemente a características institucionales como el hecho de ser menos transparentes y menos líquidos que los mercados de renta variable.

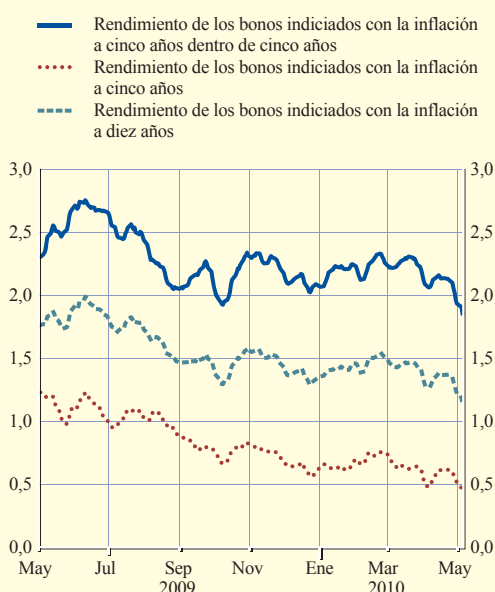
En este contexto, una pregunta que se plantea de forma natural es si la crisis financiera influyó en la decisión adoptada por los inversores financieros de invertir en la zona del euro en 2008. Como se puede ver en los gráficos D y E, en general, los inversores extranjeros solo redujeron ligeramente sus tenencias relativas de valores de renta variable o de renta fija de la zona del euro en 2008. Sin embargo, Estados Unidos y Japón redujeron en gran medida sus exposiciones a ambos tipos de activos de la zona del euro en 2008. Si el crecimiento del sesgo nacional de los inversores estadounidenses y japoneses resulta ser más permanente, los rendimientos reales de los activos de la zona del euro tendrían que aumentar para atraer el mismo volumen de capital de esos países.

El incremento del sesgo nacional en 2008 es más probable que se deba al aumento transitorio del riesgo de mantener activos extranjeros, como consecuencia del desplome de la riqueza financiera mundial en 2008. No obstante, si se debe a asimetrías de la información, a costes de transacción o a otros motivos no pecuniarios para invertir en el extranjero, el crecimiento más duradero del sesgo nacional podría tener importantes implicaciones negativas para la eficiencia de los mercados financieros internacionales y, en última instancia, para el coste real de financiación.

Los diferenciales de deuda soberana a diez años de la zona del euro frente a los bonos alemanes se ampliaron considerablemente para Grecia. Las primas de seguros de riesgo de crédito a cinco años aumentaron también para este país. El plan de apoyo a Grecia acordado durante el fin de semana del 10 y 11 de abril indujo un descenso transitorio de los indicadores de riesgo de crédito de la deuda soberana griega basados en los mercados de renta fija. Sin embargo, poco después, los mercados expresaron su preocupación respecto a la aplicación del programa de apoyo y de las medidas internas de austeridad, por lo que los diferenciales de deuda pública griega volvieron a ampliarse. Además, se consideró que el plan de apoyo se centraba en una asistencia financiera a corto plazo, de modo que persistieron los temores en torno a la solvencia a largo plazo de Grecia. Hacia finales de abril, la rebaja de la calificación crediticia de Grecia a la categoría de grado especulativo (con perspectivas negativas) por Standard & Poor's contribuyó a suscitar el pánico y la venta de bonos griegos, por lo que el diferencial de rendimiento de deuda pública a diez años alcanzó su máximo nivel histórico, es decir, 730 puntos básicos, el 5

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.

de mayo. Los posibles contagios a otros emisores soberanos de la zona del euro (especialmente Portugal e Irlanda) atrajeron la atención creciente de los mercados.

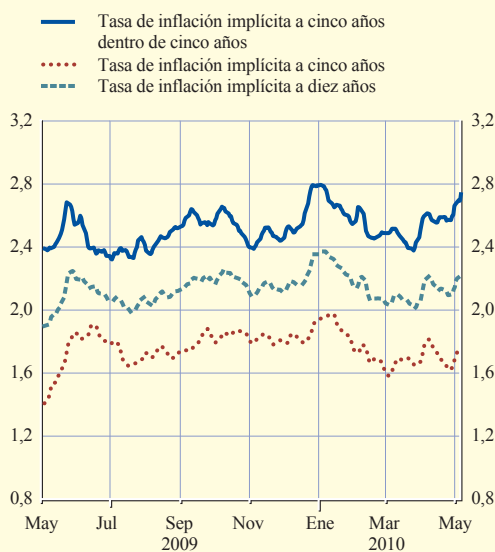
El rendimiento de los bonos indicados con la inflación de la zona del euro disminuyó en torno a 20 y 40 puntos básicos en los plazos a cinco y diez años, hasta situarse en el 0,3% y el 1%, respectivamente, el 5 de mayo (véase gráfico 13). En comparación con finales de marzo, las tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años de la zona del euro aumentaron en 30 puntos básicos, situándose en el 2,8% el 5 de mayo (véase gráfico 14). Ello fue consecuencia de variaciones de las tasas de inflación implícitas en plazos superiores a cinco años. Con toda probabilidad, la elevación de las tasas de inflación implícitas está asociada a la mayor volatilidad de los mercados de renta fija observada hacia finales de abril. Los tipos *swap forward* a largo plazo indicados con la inflación, que no se ven afectados por la situación de liquidez o por los desplazamientos de fondos hacia activos de mejor calidad, no experimentaron variaciones. En general, los datos de los mercados financieros siguen sugiriendo que las expectativas de inflación se mantienen ancladas, sin que se observen señales de aumentos significativos de las expectativas de inflación de los mercados o de la prima de riesgo de inflación en el mes de abril. Al mismo tiempo, persiste la volatilidad de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros.

En comparación con finales de marzo, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la deuda pública de la zona del euro descendió ligeramente en todos los plazos y continuó sugiriendo que los mercados esperan que los tipos de interés oficiales sigan siendo bajos durante cierto tiempo (véase gráfico 15). Tal y como se indicaba anteriormente, este es uno de los factores determinantes del actual reducido nivel del rendimiento de la deuda pública de la zona del euro.

Los diferenciales de renta fija privada de la zona del euro volvieron a estrecharse durante la mayor

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

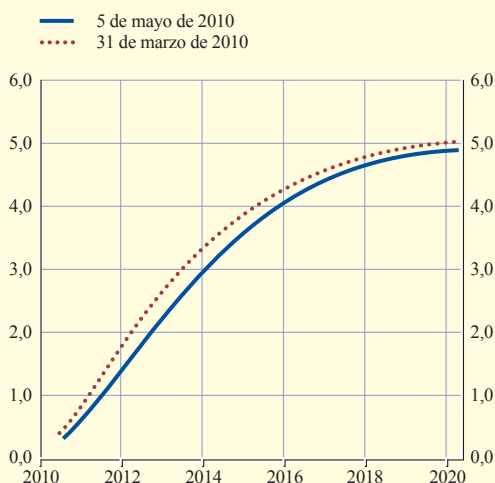
(en porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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.

parte del mes de abril. Sin embargo, hacia finales de mes, ante la preocupación respecto a la aplicación del plan de apoyo a Grecia, los diferenciales se ampliaron en todos los sectores y calificaciones crediticias. El aumento (de unos 60 puntos básicos) fue más pronunciado para la deuda del sector financiero con calificación más baja y reflejó, fundamentalmente, los temores respecto a posibles reducciones del valor de los títulos de deuda pública de la zona del euro mantenidos por las entidades de crédito en sus carteras. Sin embargo, los diferenciales de renta fija privada se mantienen actualmente muy por debajo de los máximos alcanzados tras la quiebra de Lehman Brothers y de los niveles registrados antes del inicio de la crisis de la deuda soberana griega en octubre de 2009.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

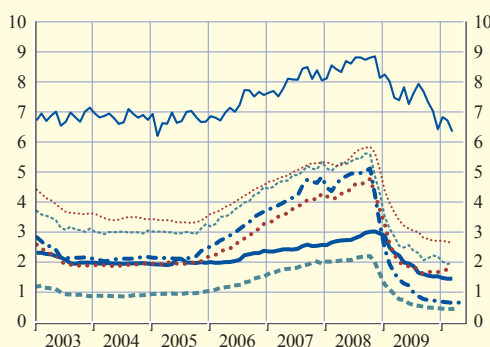
La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de las IFM se redujo o prácticamente no se modificó en marzo de 2010, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, así como para la mayoría de los plazos de vencimiento. En promedio, los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, así como los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para crédito al consumo, continuaron situándose próximos a sus mínimos históricos, mientras que los demás tipos aplicados a los préstamos concedidos a este último sector permanecieron ligeramente por encima de los mínimos registrados en 2005. En general, el proceso de transmisión de las anteriores modificaciones de los tipos de interés oficiales del BCE a los clientes bancarios está llegando a su fin.

Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos aumentaron en marzo de 2010. La mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a los hogares disminuyeron, mientras que los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras aumentaron ligeramente o no se modificaron (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés medios aplicados a los descubiertos en cuenta de los hogares se redujeron 15 puntos básicos, hasta el 8,9%, mientras que los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una caída de 6 puntos básicos, hasta el 2,6%, registrando un mínimo histórico. Los tipos a corto plazo aplicados al crédito al consumo, más volátiles, también registraron un mínimo histórico y se situaron en el 6,3%, con un descenso de 37 puntos básicos. En cuanto a las sociedades no financieras, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los descubiertos en cuenta de este sector y los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos por importe reducido (esto es, hasta un millón de euros) cayeron ligeramente, situándose en el 4% y el 3,2%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los

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)

- Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses de los hogares
- Depósitos a plazo hasta un año de los hogares
- - - Depósitos a la vista de las sociedades no financieras
- Préstamos a hogares para consumo sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - Préstamos a las sociedades no financieras por importe superior a un millón de euros sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- Tipo a tres meses del mercado monetario



Fuentes: Reuters y BCE.

préstamos de cuantía elevada (es decir, por importe superior a un millón de euros) se incrementaron 4 puntos básicos y se situaron en el 2%. Los tipos de interés de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, tanto los de cuantía elevada como reducida, están en mínimos históricos (véase gráfico 16). Dado que el EURIBOR disminuyó solo 2 puntos básicos en marzo de 2010, los diferenciales entre la mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos y el tipo a tres meses del mercado monetario permanecieron prácticamente invariables (véase gráfico 17).

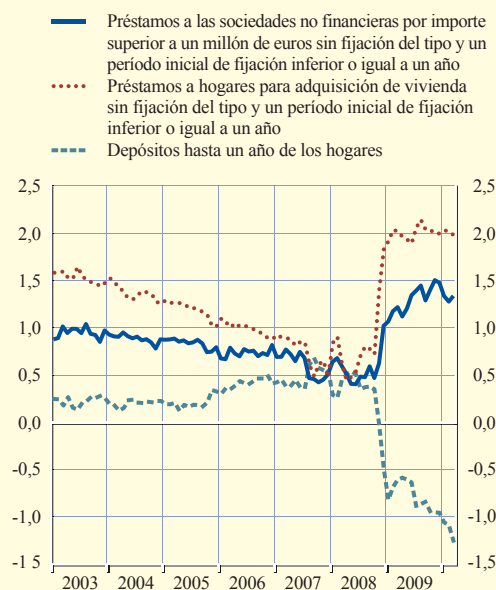
Desde una perspectiva a más largo plazo, entre septiembre de 2008 (es decir, justo antes del inicio del ciclo de relajación de la política monetaria) y marzo de 2010, los tipos de interés a corto plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y los aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras descendieron 318 y 350 puntos básicos, respectivamente, frente a una disminución de 437 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica el considerable grado de transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos.

En cuanto a los tipos de interés a más largo plazo, la mayor parte de los aplicados por las IFM a los préstamos a largo plazo concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras experimentaron un descenso en marzo de 2010 (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de interés de más de cinco años y hasta diez años disminuyeron 11 puntos básicos, hasta el 3,7%, mientras que los correspondientes a los préstamos para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de diez años se redujeron 3 puntos básicos, hasta el 4,2%. La evolución de los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras fue algo menos favorable para los préstamos por importe reducido que para los de cuantía elevada. Ciertamente, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años permanecieron prácticamente invariables, en el 4,2%, mientras que los aplicados a estos préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años cayeron 5 puntos básicos, hasta el 4%. En cambio, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos de cuantía elevada se redujeron 49 puntos básicos, hasta el 2,4%, para los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de un año y hasta cinco años, y 17 puntos básicos, hasta el 3,4%, en el caso de los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años.

Desde una perspectiva a más largo plazo, a partir de septiembre de 2008, las entidades de crédito de la zona del euro han ajustado los tipos de interés que aplican a los préstamos a largo plazo otorgados a las sociedades no financieras de manera más o menos acorde con el descenso registrado en los rendimien-

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)



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.

tos de la deuda pública a largo plazo. En cambio, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida en ese mismo período, como consecuencia de una transmisión más incompleta y lenta en el caso de los hogares, pero también de la mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro.

La evolución reciente 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, apuntan a que la rentabilidad de las entidades de crédito está mejorando. Estos diferenciales, que se redujeron en los primeros meses de 2009, se recuperaron de manera gradual posteriormente, contribuyendo con ello al repunte de la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro observado durante el segundo semestre de 2009 y el primer trimestre de 2010.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

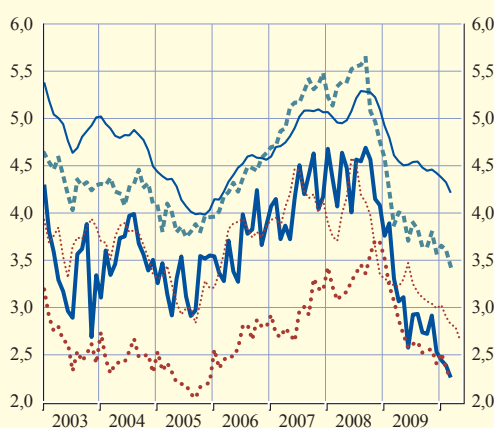
Entre finales de marzo y el 5 de mayo, los índices bursátiles bajaron un 7,6% en la zona del euro y un 0,3% en Estados Unidos. Pese a la publicación de datos macroeconómicos positivos, que mostraban una mejora gradual de la situación económica a ambos lados del Atlántico, y pese a los anuncios de datos de beneficios más favorables de lo previsto de las empresas cotizadas en la zona del euro y en Estados Unidos, la evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro estuvo dominada por la crisis de las finanzas públicas griegas. En particular, la preocupación de los mercados respecto a la aplicación del plan de asistencia financiera y a la ejecución de los programas internos de austeridad de Grecia se intensificó considerablemente. La volatilidad implícita de los mercados de renta variable creció en la zona del euro y en Estados Unidos.

Entre finales de marzo y el 5 de mayo, los índices bursátiles bajaron un 7,6% en la zona del euro y un 0,3% en Estados Unidos (véase gráfico 19). Durante este período, la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro estuvo dominada por la preocupación de los mercados respecto a la aplicación del plan de asistencia financiera a Grecia. Los precios de las acciones del sector financiero de la zona del euro se vieron afectados por la creciente inquietud acerca de la solvencia de las finanzas públicas y registraron fuertes caídas en abril, reflejo de los temores respecto a posibles reducciones del valor de los títulos de deuda pública de la zona del euro mantenidos por las entidades de crédito en sus carteras. La incertidumbre de los mercados de renta variable de la zona del euro y de Estados Unidos, medida por la volatilidad implícita, creció a finales de abril y principios de mayo (véase gráfico 20). Entre finales de marzo y el 5 de mayo, en Japón las cotizaciones bursátiles, medidas por el índice Nikkei 225, retrocedieron cerca de un 0,3%.

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 período inicial de fijación del tipo de más de cinco años
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años
- Rendimiento de la deuda pública a siete años



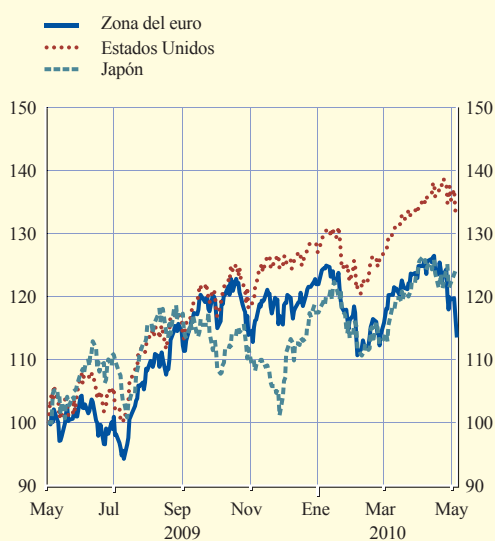
Fuentes: EuroMTS y BCE.

En abril de 2010 persistió el débil crecimiento de los beneficios efectivos por acción de las empresas cotizadas de la zona del euro. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX disminuyeron un 13%. Sin embargo, el ritmo de descenso siguió moderándose. El crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses se mantuvo sin cambios en el 24% en abril. Si se consideran los anuncios de beneficios realizados en abril por las empresas incluidas en el índice EURO STOXX, el número de datos positivos fue mucho más alto que el de datos negativos, en todos los sectores de la economía, con la única excepción del sector tecnológico. El sector automovilístico y el sector bancario, que la reciente crisis económica y financiera había golpeado con fuerza, registraron también mejores beneficios de lo previsto. En consecuencia, los datos de beneficios contribuyeron positivamente a la evolución de las cotizaciones bursátiles de la zona del euro en marzo.

En abril, los datos macroeconómicos siguieron deparando, en general, buenas sorpresas a ambos lados del Atlántico. Los indicadores de actividad económica fueron positivos y los indicadores de confianza, incluido el indicador de confianza de los consumidores que se había mantenido hasta entonces en niveles relativamente reducidos, mostraron resultados mejores de lo previsto. En abril, la situación de los mercados de la vivienda mejoró también, tal y como se reflejó en los datos de ventas de viviendas en Estados Unidos y en los datos de préstamos hipotecarios en la zona del euro, en este último caso como consecuencia, principalmente, de la evolución del sector en España. Los mercados de renta variable reaccionaron también favorablemente a las últimas previsiones de Consensus Economics, que señalaban moderados riesgos de inflación en la zona del euro y en Estados Unidos a medio y largo plazo y

Gráfico 19 Índices bursátiles

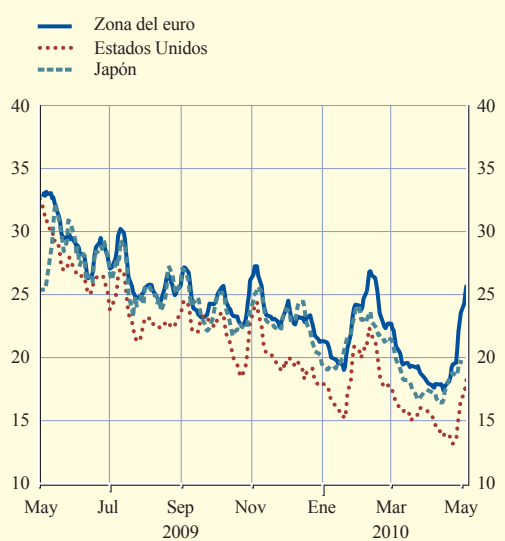
(índice: 1 de mayo de 2009 = 100; datos diarios)



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.

sólidas expectativas de mantenimiento de bajos tipos de interés que favorecerían el crecimiento económico durante un prolongado período de tiempo. Sin embargo, en la zona del euro esta evolución positiva se ensombreció ante la crisis de las finanzas públicas griegas y sus posibles ramificaciones. La intensificación de esta crisis en la última semana de abril, tras la rebaja de la calificación crediticia de Portugal, España y Grecia, generó una presión vendedora no solo en los mercados de renta variable de la zona del euro sino también en los de Estados Unidos y Asia. Ello pone de manifiesto la necesidad de proporcionar asistencia financiera a Grecia para salvaguardar la estabilidad financiera. En el recuadro 6 se analizan las principales características del programa de ajuste económico y financiero suscrito por las autoridades griegas.

Recuadro 6

EL PROGRAMA DE AJUSTE ECONÓMICO Y FINANCIERO DE GRECIA

Grecia se ha comprometido a llevar a cabo una corrección muy significativa de la situación de sus finanzas públicas, que, según los últimos datos publicados por Eurostat, arrojaba un déficit público del 13,6% del PIB en 2009. El 2 de mayo de 2010, los ministros del Eurogrupo convinieron con la Comisión Europea y el BCE que la capacidad del Gobierno griego para obtener financiación en el mercado no es suficiente y que es necesario proporcionarle apoyo financiero para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. El apoyo financiero que la zona del euro proporcionará a Grecia, en conjunción con la financiación que aportará el Fondo Monetario Internacional, estará sometido a condiciones muy estrictas basadas en la aplicación de un ambicioso programa de ajuste económico y financiero presentado por las autoridades griegas¹. En este recuadro se describen las principales características del programa griego, tal y como figura en el Memorandum de Políticas Económicas y Financieras para los años 2010-2013, y se analiza brevemente la experiencia de otros países de la UE con importantes ajustes fiscales.

Los principales objetivos del programa de ajuste económico y financiero griego son corregir los desequilibrios fiscales y externos y reestablecer la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. El programa abarca cuatro áreas:

- El ajuste fiscal es la piedra angular del programa. A este respecto, el Gobierno griego se compromete a aplicar medidas duraderas de consolidación fiscal, del orden de un 11% del PIB, en cifras acumuladas, hasta el año 2013. El programa contempla medidas correctivas adicionales, si se observara que el déficit no iba a caer por debajo del 3% en 2014. Este importante ajuste fiscal es necesario para situar la deuda pública en relación con el PIB en una trayectoria descendente a partir de 2013.
- Para respaldar el ajuste fiscal será preciso emprender una política de rentas y una reforma de la seguridad social. Asimismo, será necesario reconducir las rentas hasta niveles sostenibles, para contribuir a reducir la inflación muy por debajo de la media de la zona del euro y para mejorar la competitividad en términos de precios y costes de forma duradera.
- Para salvaguardar la estabilidad financiera se aplicarán políticas dirigidas al sector financiero. Aunque, en la actualidad, las reservas de capital parecen inspirar tranquilidad, los supervisores

¹ El plan conjunto de asistencia financiera asciende a 110 mm de euros, que cubrirán las necesidades de financiación de Grecia a lo largo del horizonte temporal de tres años del programa. Los países de la zona del euro están dispuestos a aportar por su parte 80 mm de euros, de los cuales 30 mm de euros se proporcionarán en el primer año

bancarios habrán de realizar un estrecho seguimiento de la liquidez y de los créditos morosos en las distintas entidades de crédito. El Banco de Grecia y el Gobierno se comprometen a reforzar el marco de gestión de la crisis financiera mediante, entre otras cosas, la creación de un Fondo de Estabilidad Financiera, cuyo objetivo será mantener la estabilidad del sistema bancario griego, proporcionando capital en caso de que se produzca una merma importante de las reservas.

- Se realizarán reformas estructurales encaminadas a modernizar el sector público y a incrementar la eficiencia y la flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo. Estas medidas permitirán crear un entorno interno más abierto y accesible para los inversores extranjeros, reducir la participación del Estado en las actividades económicas y contribuir a aumentar el crecimiento potencial.

El Consejo de Gobierno del BCE acogió positivamente el programa de ajuste económico y financiero. Las ambiciosas medidas de consolidación fiscal y las reformas estructurales que contempla el programa son apropiadas para alcanzar los objetivos de estabilizar la situación fiscal y económica con el tiempo y abordar los retos fiscales y estructurales de la economía griega. Se trata de un programa de amplio alcance y se apoya en una fuerte condicionalidad. El programa aborda con determinación los principales retos de política económica, por lo que contribuirá a reestablecer la confianza y a salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro. Asimismo, el Consejo de Gobierno consideró esencial que las autoridades griegas estén preparadas para adoptar medidas adicionales en caso de que sea necesario para alcanzar los objetivos del programa.

Importantes ajustes fiscales en otros países de la UE

El programa de ajuste económico y financiero que Grecia se ha comprometido a aplicar requiere un considerable esfuerzo de saneamiento de las finanzas públicas. A juzgar por la experiencia pasada de algunos países de la zona del euro, es posible realizar reducciones significativas de la deuda pública, pero estas reformas exigen un compromiso firme a largo plazo². En particular, Bélgica, Irlanda, España, los Países Bajos y Finlandia han llevado a cabo en el pasado ajustes presupuestarios de gran envergadura (complementados por reformas estructurales), que les han permitido reducir satisfactoriamente su deuda pública en relación con el PIB. Estos países realizaron los ajustes presupuestarios principalmente por el lado del gasto (véase cuadro). Los períodos en los que se consiguieron reducciones considerables de la deuda en Irlanda, los Países Bajos y Finlandia estuvieron acompañados de descensos de las respectivas ratios de gasto público de más de 10 puntos porcentuales. Si bien parte de este descenso puede explicarse por la reducción de los pagos por intereses, las ratios de gasto primario disminuyeron también de forma acusada en estos períodos. Estos pronunciados descensos permitieron, asimismo, a los países rebajar sus ratios de ingresos y aún lograr mejoras presupuestarias en los respectivos períodos de reducción de la deuda. En Bélgica y España, las ratios de gasto disminuyeron también, pero el ajuste fiscal consistió, asimismo, en aumentos de las ratios de ingresos.

La experiencia reciente de varios Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro que participan en el MTC II demuestra también que una evolución presupuestaria adversa puede contrarrestarse mediante un decidido ajuste fiscal. Por ejemplo, las medidas de consolidación fiscal adoptadas por las autoridades estonias en el transcurso de 2009 ascendieron a más del 9% del PIB, según las últimas estimaciones de la Comisión Europea³. Lituania adoptó medidas de consolidación del orden del 8% del PIB en 2009, y tiene previsto realizar un ajuste fiscal adicional en 2010. De forma similar, tras la

² Véase el recuadro titulado «La experiencia con la reducción de la deuda pública en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de septiembre de 2009.

Períodos de reducción considerable de la deuda pública en algunos países de la zona del euro

(Administraciones Públicas; en porcentaje del PIB)

País/periodo de reducción considerable de la deuda	Deuda		Gasto		Ingresos		Gasto primario	
	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
Bélgica (1994-2007)	134,2	84,2	54,9	48,4	47,5	48,2	44,2	44,5
Irlanda (1994-2006)	94,1	24,9	44,6	34,4	41,9	37,4	38,0	33,4
España (1997-2007)	67,4	36,2	43,2	39,2	38,4	41,1	38,0	37,6
Países Bajos (1994-2007)	78,5	45,5	55,7	45,5	52,9	45,7	49,6	43,3
Finlandia (1995-2008)	57,7	34,2	63,5	49,4	56,8	53,6	59,4	48,0
<i>Pro-memoria: situación presupuestaria de Grecia</i>	Deuda		Gasto		Ingresos		Gasto primario	
2009	115,1		50,5		36,9		45,4	

Fuente: Previsiones de primavera de 2010 de la Comisión Europea.

Notas: Dado que solo se dispone de datos presupuestarios de España acordes con las definiciones del SEC 95 a partir de 1995, se han interpolado los valores anteriores. El máximo correspondiente al respectivo agregado fiscal se refiere al año anterior al inicio del período de reducción considerable de la deuda.

adopción de un presupuesto complementario altamente restrictivo en 2009, el presupuesto de Letonia para 2010 incorpora nuevas medidas de saneamiento de las finanzas públicas que ascienden a más del 4% del PIB. Estos ajustes son cruciales ante las fuertes caídas de los ingresos originadas por la recesión económica.

En general, si se aplica con determinación, cabe esperar que el ambicioso programa de ajuste económico y financiero de Grecia permita realizar la necesaria corrección de los desequilibrios fiscales y externos y reestablecer la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

3 Véanse las previsiones de primavera de 2010 de la Comisión Europea.

Recuadro 7
CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2009¹

Las cuentas integradas de la zona del euro del cuarto trimestre de 2009, publicadas el 30 de abril de 2009, ofrecen información completa y homogénea sobre las rentas, los gastos y las decisiones de financiación y de cartera de los sectores institucionales de la zona del euro. Estas cuentas muestran que la economía sigue recuperándose con respecto al mínimo registrado en el segundo trimestre de 2009, así como nuevas señales de normalización y una vuelta del apetito por el riesgo a favor de los instrumentos de mercado.

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

La recuperación de la renta disponible nominal de la zona del euro, a una tasa de variación interanual del -0,5% en el cuarto trimestre de 2009, desde el -2,7% registrado en el tercer trimestre, benefició a todos los sectores. El crecimiento de la renta de los hogares repuntó, la renta de las sociedades no financieras mantuvo su rápido crecimiento, y el descenso de la renta de las Administraciones Públicas se desaceleró (gráfico A).

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

En este contexto, la reducción interanual del ahorro de la zona del euro continuó moderándose (hasta el -5,8% en el cuarto trimestre de 2009), como consecuencia de la dinámica de los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras y de la ralentización de la contracción interanual del ahorro público (en los tres últimos trimestres el desahorro público se estabilizó en niveles elevados). En paralelo, el descenso interanual de la formación bruta de capital también se moderó (hasta el -13,9% en el cuarto trimestre, frente al -19% del segundo trimestre).

Con una disminución del ahorro menos pronunciada que la de la formación de capital, la necesidad de financiación de la zona del euro volvió a caer en el cuarto trimestre de 2009 (hasta registrar un déficit del 0,8% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Desde un punto de vista sectorial, esta mejora es reflejo de la rapidísima reducción de la necesidad de financiación de las sociedades no financieras (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres, que registró incluso superávits en el segundo semestre de 2009, tras arrojar déficits nunca vistos a mediados de 2008), lo cual, junto con un nuevo aumento de la capacidad de financiación de los hogares (ahorro financiero) absorbió el deterioro adicional de los déficits públicos en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres². La necesidad de financiación del sector público alcanzó un máximo del 6,1% del PIB en el año 2009 en su conjunto (observándose algunas señales de estabilización a partir del segundo trimestre de 2009, en términos desestacionalizados; véase gráfico B).

Las cuentas externas, donde se observa una mejora de la balanza por cuenta corriente, son reflejo de esta evolución. Las secuelas de la crisis financiera continuaron frenando las operaciones transfronterizas «brutas» de muchos tipos de instrumentos financieros, aunque se observa un desplazamiento hacia instrumentos de renta variable con más riesgo. Los flujos de depósitos interbancarios entre las IFM de la zona del euro y entidades no residentes siguieron siendo negativos por quinto trimestre consecutivo, al continuar la repatriación de fondos.

2 La necesidad /capacidad de financiación de un sector es el saldo de su cuenta de capital, es decir, mide el exceso de ahorro y de transferencias de capital netas recibidas respecto a la inversión de capital (capacidad de financiación) o lo contrario (necesidad de financiación). También es el saldo de la cuenta financiera, pues mide la diferencia entre las operaciones con activos financieros y las operaciones con pasivos.

Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro: contribución por sectores

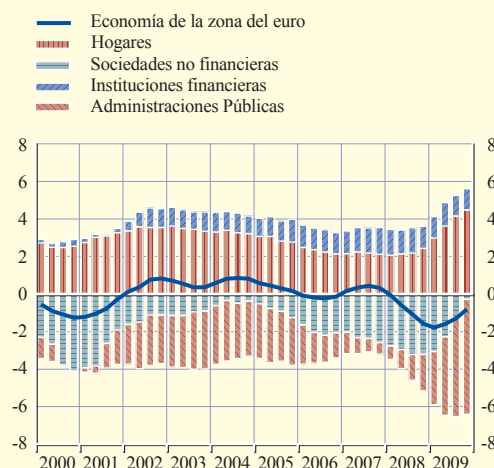
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

Evolución de los sectores institucionales

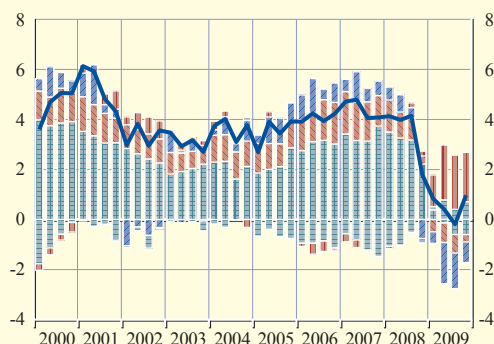
En el cuarto trimestre de 2009, el crecimiento de la renta nominal de los hogares se tornó positivo, tras mostrar valores negativos en el tercer trimestre. Esta recuperación se debió, en gran medida, a la pronunciada desaceleración de la tasa de contracción de los dividendos, así como a la renta mixta obtenida, mientras que las prestaciones sociales recibidas, netas de cotizaciones sociales y de impuestos pagados, continuaron respaldando fuertemente el crecimiento de la renta de los hogares. La remuneración de los asalariados mantuvo su debilidad, a causa del descenso del empleo y de la desaceleración de los salarios (gráfico C). La tasa de ahorro de los hogares registró una ligera caída en el cuarto trimestre de 2009 de 0,1 puntos porcentuales en términos desestacionalizados (hasta el 15,1%), tras una disminución de 0,5 puntos porcentuales en el tercer trimestre, en conjunción con un nuevo incremento de la riqueza financiera favorecido por los mercados de renta variable y a pesar de las adversas perspectivas para el empleo y las finanzas públicas. La capacidad de financiación de los hogares se estabilizó en el cuarto trimestre (aunque siguió creciendo en términos interanuales), al tocar fondo la inversión. El crecimiento de los préstamos se estabilizó en niveles reducidos. Por el lado de los activos, el patrón de la asignación de carteras apunta a un nuevo retroceso de la preferencia por la liquidez, a la búsqueda de rendimientos y a un retorno del apetito por el riesgo. En concreto, las compras de valores de renta variable, sobre todo de participaciones en fondos de inversión no monetarios, creció en detrimento de los depósitos de baja rentabilidad (gráfico D).

El excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras continuó recuperándose en el cuarto trimestre, y su descenso interanual se moderó con rapidez, hasta el -1,7% (frente al -14,2% del segundo trimestre de 2009). La ratio del excedente bruto de explotación en relación con el valor añadido (una medida del margen) volvió a elevarse, en términos desestacionalizados, hasta el 37,9% en el cuarto trimestre, es decir, un aumento de 0,4 puntos porcentuales, tras situarse en el mínimo en el primer trimestre de 2009. Las sociedades no financieras también se beneficiaron nuevamente de la rápida caída de los pagos netos por intereses, mientras que los impuestos y los dividendos netos distribuidos se estabilizaron

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

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

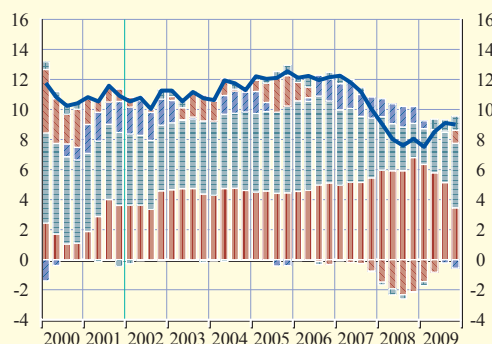


Fuentes: Eurostat y BCE.

Gráfico D Inversión financiera de los hogares

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

- Activos totales
- Efectivo y depósitos
- Reservas técnicas de seguro
- Valores distintos de acciones
- Acciones y otras participaciones
- Otros



Fuentes: Eurostat y BCE.

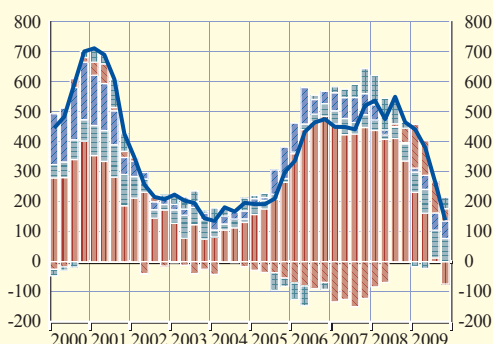
en el cuarto trimestre a niveles muy reducidos. De este modo se confirmó el acusado repunte del ahorro (y de la renta disponible) observado en el tercer trimestre, que dio lugar a un importante incremento interanual en el cuarto trimestre. Al mismo tiempo, la contracción interanual de la formación de capital fijo de las sociedades no financieras siguió moderándose en el cuarto trimestre (hasta el -9,9%). La desacu- mulación de existencias continuó en el cuarto trimestre a un ritmo todavía rápido. En total, con un ahorro mayor que la inversión en capital, la posición deudora neta de las sociedades no financieras continuó mejorando, convertida en posición acreedora neta en términos intertrimestrales, en el tercer trimestre de 2009. La tasa de crecimiento interanual de la financiación externa de las sociedades no financieras se redujo aún más, manteniéndose los pronunciados efectos de sustitución, ya que la financiación obtenida en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó con creces las amortizacio- nes netas de los préstamos concedidos por las sociedades no financieras: + 135 mm de euros frente a -105 mm de euros, respectivamente, para 2009 en su conjunto (gráfico E). El crecimiento de los créditos comerciales y de los préstamos concedidos por las sociedades no financieras (sobre todo la financiación «intrasectorial») continuó desacelerándose, a pesar del repunte del crecimiento del PIB nominal, lo que sugiere una normalización del papel de amortiguador desempeñado hasta el momento durante la crisis, en vista de la mejora de la situación en términos de flujo de caja de las empresas y de la ligera relajación de la financiación bancaria (gráfico F). En este contexto, las sociedades no financieras repusieron sus- tancialmente sus reservas de liquidez (depósitos, pero también valores distintos de acciones).

Aunque las cuentas de las *Administraciones Públicas* se deterioraron adicionalmente en flujos acu- mulados de los cuatro últimos trimestres, la mejora de la tasa de variación interanual apunta a una ligera estabilización del déficit en torno al mínimo, alcanzado posiblemente en el segundo trimestre

Gráfico E Financiación externa de las sociedades no financieras, por fuente de financiación

(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; mm de euros)

- Financiación externa
- Contracción de préstamos menos préstamos concedidos
- Valores distintos de acciones emitidos
- Acciones cotizadas emitidas
- Otros pasivos menos otros activos
- Acciones no cotizadas emitidas menos compradas

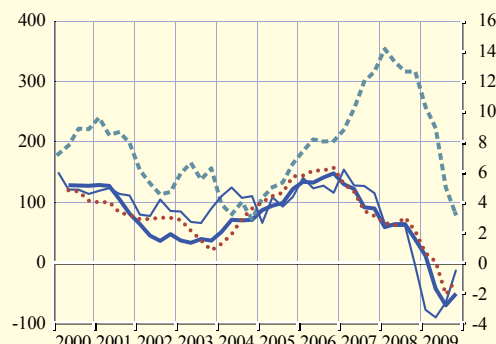


Fuente: BCE.
Nota: A efectos de presentación, se excluyen de la financiación algunas operaciones con activos, ya que se realizan principalmente dentro del sector (préstamos concedidos por las sociedades no financieras, acciones no cotizadas, otras cuentas pendientes de cobro/de pago).

Gráfico F Préstamos concedidos por las sociedades no financieras y créditos comerciales pendientes de cobro y de pago

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

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



Fuentes: Eurostat y BCE.
Nota: El BCE ha estimado los créditos comerciales pendientes de cobro y de pago sobre la base de información parcial.

de 2009. Es probable que esta estabilización refleje el impacto de los estabilizadores automáticos en una economía que muestra una recuperación moderada, así como la eliminación gradual de las medidas de estímulo. Se registraron contracciones interanuales menos acusadas en la mayor parte de las partidas de ingresos, salvo en el caso de los impuestos y de las cotizaciones sociales pagadas por los hogares. La emisión de deuda, aunque siguió siendo elevada, no fue tan intensa en los dos últimos trimestres como en los nueve meses anteriores, cuando los Gobiernos tuvieron que financiar las considerables compras de activos financieros llevadas a cabo en el contexto de los rescates financieros. Las importantes emisiones de valores distintos de acciones continuaron siendo absorbidas principalmente por las IFM y los no residentes.

La renta disponible de las *instituciones financieras* cayó en términos interanuales, aunque con menos rapidez que antes. La contracción actual de los intereses netos obtenidos (que superó el sólido crecimiento del excedente bruto de explotación derivado del aumento de los márgenes bancarios y de la caída de la remuneración de los asalariados) se vio atenuada en este trimestre por recortes más pronunciados en los dividendos netos distribuidos. Además de unos considerables beneficios netos no distribuidos cercanos a los 100 mm de euros en 2009, las sociedades financieras se beneficiaron de sustanciales revalorizaciones en los últimos trimestres (gráfico G). Las ganancias derivadas de las tenencias de acciones y valores de deuda compensaron las importantes minusvalías en que se había incurrido inicialmente debido a los activos «tóxicos», y se empezaron a registrar cada vez con más frecuencia ganancias en distintos productos estructurados³. Pese a las presiones existentes para el desapalancamiento, los flujos de entrada en el balance de las instituciones financieras (excluidos los depósitos interbancarios) siguieron siendo positivos, y ascendieron, en promedio, a 200 mm de euros por trimestre, tras alcanzar el mínimo en el cuarto trimestre de 2008, frente al billón de euros registrado durante el período de auge del apalancamiento anterior. El desplazamiento hacia activos más seguros se mantuvo mediante la adquisición de deuda pública, la reducción de las exposiciones transfronterizas y las restricciones a la concesión de préstamos. El reforzamiento del papel de los instrumentos de mercado en los activos de las instituciones financieras apunta a ciertas señales de desintermediación a raíz de la crisis. Del mismo modo, las sociedades no financieras están ampliando la emisión de deuda en los mercados, y los hogares están favoreciendo de nuevo los instrumentos de mercado (sobre todo a través de las instituciones de inversión colectiva).

Mercados financieros

En cuanto al mercado de *renta fija*, la considerable expansión de las operaciones financieras netas en valores distintos de acciones experimentada en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre de

3 En el caso de los préstamos, que se valoran por el nominal, conviene observar que el deterioro del valor solo afecta a la riqueza financiera de los acreedores cuando se reconocen como fallidos (cuando se dan de baja del balance), lo que ocurre normalmente con mucho retraso.

Gráfico G Pérdidas y ganancias en los activos de las instituciones financieras

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: «Total» se refiere a «Otros flujos económicos», que están relacionados, principalmente, con las pérdidas y ganancias (incluido el saneamiento de los préstamos).

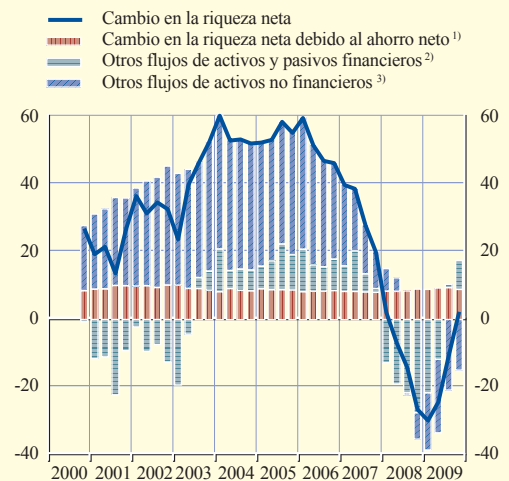
2009 siguió retrocediendo en el último trimestre de 2009, aunque la emisión pública continuó siendo elevada. Las sociedades no financieras reanudaron las compras. La posición compradora neta de los otros intermediarios financieros refleja considerables adquisiciones de participaciones en fondos de inversión (ya que los inversores buscaron de nuevo la rentabilidad), que compensaron las emisiones, todavía importantes, llevadas a cabo por los fondos de titulización en el contexto de titulizaciones ad hoc (para su empleo como activos de garantía en las operaciones de financiación del BCE). Las IFM reanudaron la actividad emisora y, al mismo tiempo, se desprendieron de los valores distintos de acciones que tenían en su poder. El resto del mundo siguió comportándose como comprador neto, con importantes adquisiciones realizadas por no residentes. Por lo que se refiere al mercado de *fondos de inversión*, la emisión de *participaciones de fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario* se aceleró como consecuencia de la preferencia de los hogares por activos de más riesgo y a más largo plazo. En cuanto al mercado de acciones cotizadas, la emisión neta siguió siendo intensa, en el contexto de las mayores necesidades de capital de las IFM y del desplazamiento progresivo de las sociedades no financieras a la financiación no bancaria. Las sociedades no financieras fueron vendedoras netas de acciones, y los fondos de inversión (en el sector de otros intermediarios financieros), importantes compradores. En el *mercado de préstamos*, las sociedades no financieras continuaron amortizando los préstamos concedidos por las IFM, sobre todo en el segmento a corto plazo, y los sustituyeron por otras clases de pasivos, mientras que el crecimiento del endeudamiento de los hogares mediante préstamos empezó a remontar moderadamente.

Evolución de los balances

En el cuarto trimestre de 2009, la tasa interanual de la riqueza neta de los hogares pasó a ser positiva, tras dos años de valores negativos. Aunque la influencia del ahorro neto (9% de la renta) se ha visto neutralizada, en gran medida, por las revalorizaciones negativas, estas últimas se refieren ahora principalmente a los activos inmobiliarios, mientras que, por el contrario, se han producido revalorizaciones positivas en las acciones y otras participaciones, como consecuencia de la recuperación del mercado de renta variable (Chart H). El incremento de los precios de mercado de los valores de renta variable ha contribuido a la mejora de los balances de las entidades de crédito, que disponen de gran cantidad de estos activos en su cartera, y las ganancias generadas exceden con mucho al saneamiento de los préstamos (Chart G).

Gráfico H Cambio en la riqueza neta de los hogares

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



Fuentes: Eurostat y BCE

Notas: El BCE ha estimado los datos sobre los activos no financieros.

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

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

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

3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,5% en abril de 2010, frente al 1,4% de marzo. El aumento de la inflación observado en los últimos meses es reflejo, en gran medida, de la subida de los precios de la energía. De cara al futuro, podrían acrecentarse las presiones inflacionistas mundiales, impulsadas, principalmente, por la evolución de los precios en los mercados de materias primas y en las regiones económicas de rápido crecimiento del mundo. En cambio, se mantienen las previsiones de contención de las presiones sobre los precios internos de la zona del euro. En consecuencia, se espera que la inflación permanezca en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Mientras que los riesgos a corto plazo para las perspectivas de inflación medida por el IAPC apuntan ligeramente al alza, los riesgos para las perspectivas de precios a medio plazo 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 1,5% en abril de 2010, frente al 1,4% de marzo (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de abril, este aumento puede estar relacionado con la persistencia de un elevado crecimiento interanual de los precios de la energía.

En marzo, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC registró un fuerte aumento, de 0,5 puntos porcentuales, en relación con febrero. El detalle del IAPC de marzo indica que este incremento estuvo determinado, principalmente, por los precios de la energía y de los alimentos, así como por algunos componentes de servicios más volátiles (véase gráfico 21).

La tasa de variación interanual de los precios energéticos del IAPC se elevó de forma acusada en marzo, hasta el 7,2%, desde el 3,3% de febrero, como resultado, fundamentalmente, de un pronunciado aumento intermensual de los precios de los productos energéticos derivados del petróleo (como los combustibles líquidos y los combustibles para transporte). A su vez, estos incrementos fueron reflejo de las fuertes subidas de los precios del petróleo observadas en marzo, así como del aumento de los márgenes del refino y de los minoristas. Los efectos de base contribuyeron también a la elevación de la tasa de crecimiento interanual de este componente.

Cuadro 4 Evolución de los precios

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)								
	2008	2009	2009 Nov	2009 Dic	2010 Ene	2010 Feb	2010 Mar	2010 Abr
IAPC y sus componentes								
Índice general ¹⁾	3,3	0,3	0,5	0,9	1,0	0,9	1,4	1,5
Energía	10,3	-8,1	-2,4	1,8	4,0	3,3	7,2	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	-0,1	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	.
Servicios	2,6	2,0	1,6	1,6	1,4	1,3	1,6	.
Otros indicadores de precios								
Precios industriales	6,1	-5,1	-4,4	-2,9	-1,0	-0,4	0,9	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	52,1	51,6	54,0	54,5	59,1	64,0
Precios de las materias primas no energéticas	2,1	-18,5	-0,8	19,0	26,8	25,0	33,9	35,3

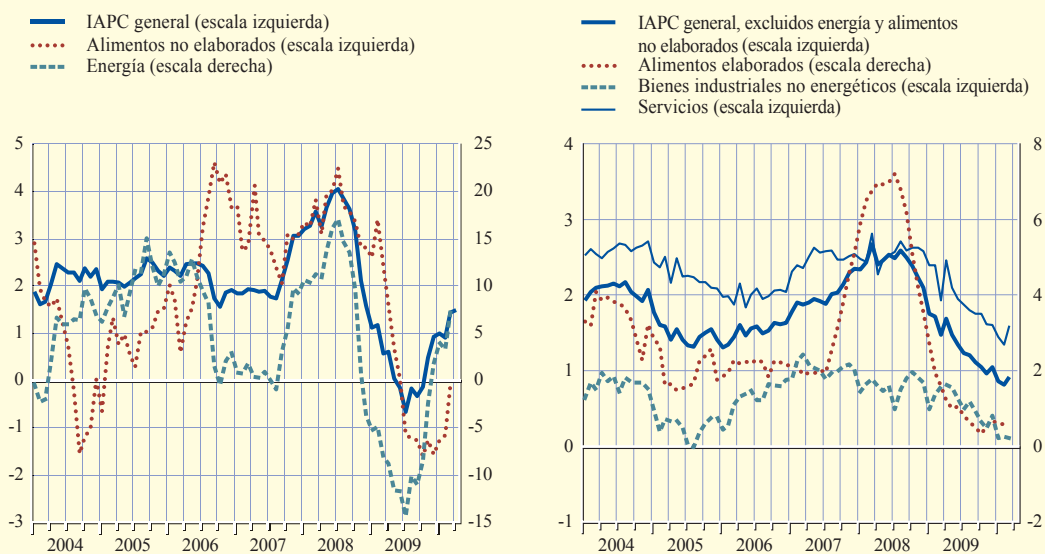
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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 período 2004-2006.

1) La inflación medida por el IAPC de abril de 2010 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

Gráfico 21 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.

Tras mantenerse en valores negativos durante siete meses, la tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) se elevó en marzo, hasta el 0,3%, desde el -0,1% de febrero. Aún siendo todavía negativa, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó, desde el -1,2% de febrero hasta el -0,1% de marzo, como consecuencia de la subida de los precios del pescado y de las hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados descendió ligeramente en marzo, hasta el 0,5%. Partidas como el pan y los cereales, los productos lácteos y los aceites y las grasas siguieron registrando tasas de variación interanual negativas.

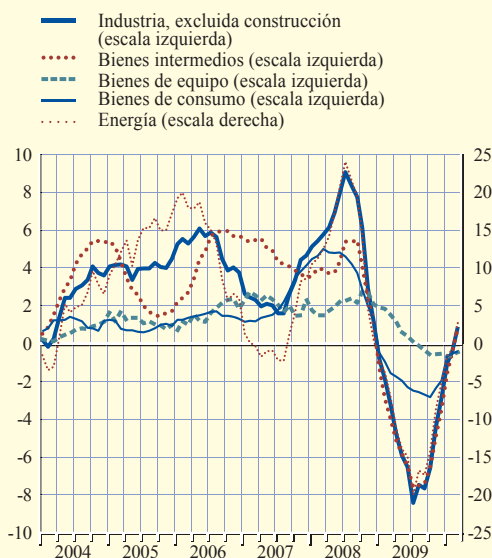
Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, la inflación interanual medida por el IAPC aumentó, desde el 0,9% de febrero hasta el 1% de marzo, como resultado, básicamente, de la elevación de la inflación en los precios de los servicios. La tasa de inflación interanual en los precios de los servicios se situó en el 1,6% en marzo, 0,3 puntos porcentuales por encima del nivel de febrero. Esta aceleración fue reflejo de una mayor inflación en los servicios recreativos y de transporte. Mientras que la mayor inflación en los servicios de transporte parece estar relacionada con la subida de los precios de la energía, el aumento de los precios de los servicios recreativos estuvo relacionado, en parte, con los efectos de calendario que afectaron a los precios de las vacaciones organizadas en la cesta del IAPC. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en el 0,1%. Dentro de este componente, los precios de los bienes de consumo duradero (automóviles, aparatos electrónicos, etc.) siguieron registrando tasas de variación interanual negativas en marzo.

3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Los últimos datos disponibles muestran que, tras más de un año, la tendencia descendente de los precios industriales ha tocado fondo. En marzo, la tasa de variación interanual de los precios industriales, ex-

Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales

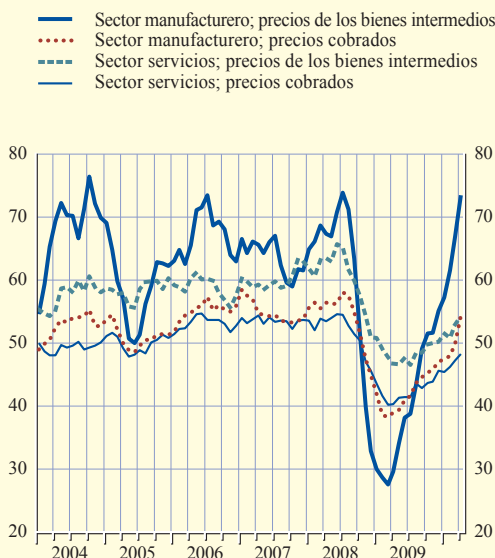
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

cluida la construcción, se elevó hasta el 0,9% desde el -0,4% de febrero. Este primer dato positivo desde diciembre de 2008 estuvo determinado, principalmente, por los precios de los componentes de energía y de bienes intermedios, como consecuencia de fuertes efectos de base positivos y de recientes incrementos de los precios de la energía y de las materias primas (véase gráfico 22).

Los indicadores de las encuestas señalan también que están desapareciendo las presiones a la baja sobre los precios. Por lo que se refiere a la encuesta a los directores de compras, todos los índices de precios volvieron a subir en abril (véase gráfico 23). El índice de precios cobrados en el sector manufacturero refleja aumentos de los precios en abril, por primera vez desde octubre de 2008. Sin embargo, el índice de precios cobrados en el sector servicios permanece por debajo de 50, señal de descenso de los precios (aunque a tasas inferiores a las observadas en los últimos meses). El índice de precios de los bienes intermedios en el sector manufacturero volvió a elevarse en abril, como resultado, probablemente, de aumentos de los precios de las materias primas, mientras que el correspondiente índice del sector servicios se elevó en menor medida, como reflejo, en gran parte, de la evolución moderada de los salarios. En general, los indicadores de las encuestas parecen sugerir que las empresas están teniendo ciertas dificultades en trasladar el incremento de los precios de los bienes intermedios a los consumidores.

3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Desde el último Boletín Mensual se han publicado escasos datos nuevos relativos a los indicadores de costes laborales. En general, los datos disponibles más recientes muestran que prosiguió el descenso de la tasa de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales en el cuarto trimestre de 2009,

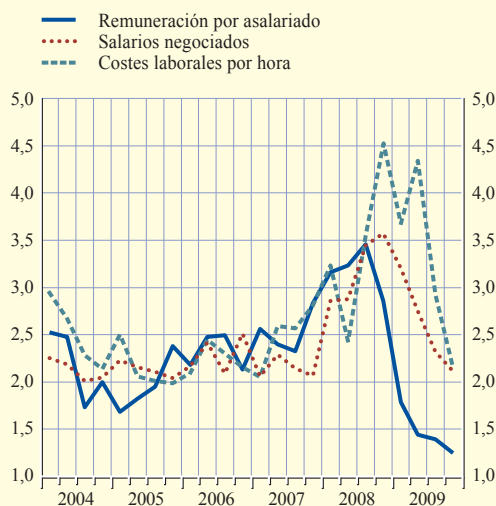
prolongando la tendencia iniciada a finales de 2008 (véanse gráfico 24 y cuadro 5). En el recuadro 8 se analiza este tema desde una perspectiva más amplia y se compara la evolución de los salarios en la zona del euro y en Estados Unidos.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados en la zona del euro disminuyó hasta el 2,1% en el cuarto trimestre de 2009, desde el 2,3% del tercer trimestre. Esta reducción confirma que el crecimiento de los salarios negociados en la zona del euro mantiene la trayectoria descendente que ha venido siguiendo desde el comienzo de 2009. La información disponible sugiere que la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados puede haberse estabilizado a principios de 2010.

En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro volvió a disminuir, hasta el 2,2%, desde el 3% del tercer trimestre, alcanzando un nivel próximo a los mínimos históricos observados en 2005. La desaceleración del crecimiento interanual de los costes laborales refleja, fundamentalmente, un ritmo de descenso más lento de las horas trabajadas por asalariado, en particular en el sector industrial (véase gráfico 25). De hecho, en términos intertrimestrales, las horas trabajadas en el conjun-

Gráfico 24 Indicadores de costes laborales

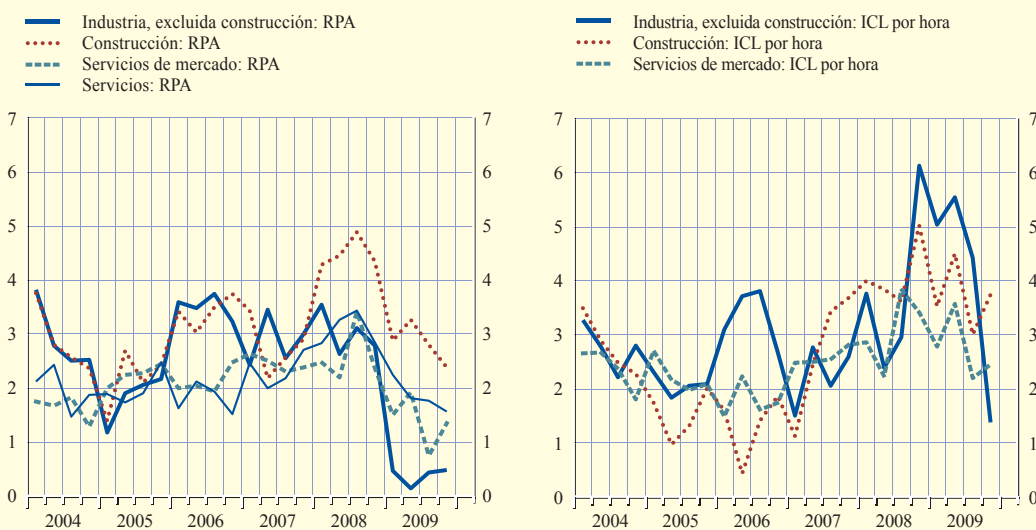
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Gráfico 25 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Cuadro 5 Indicadores de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)							
	2008	2009	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV
Salarios negociados	3,2	2,6	3,6	3,2	2,8	2,3	2,1
Costes laborales totales por hora	3,5	3,3	4,5	3,6	4,3	3,0	2,2
Remuneración por asalariado	3,2	1,5	2,9	1,8	1,4	1,4	1,2
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,1	-2,2	-1,7	-3,7	-3,0	-1,9	-0,1
Costes laborales unitarios	3,3	3,8	4,7	5,7	4,6	3,4	1,3

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

to de la economía aumentaron en el último trimestre de 2009, lo que sugiere que el fuerte ajuste de las horas trabajadas que se produjo durante la recesión (especialmente mediante la reducción de las horas de trabajo en el sector industrial, a través de cuentas de horas (*working-time accounts*) y de planes subvencionados por el Gobierno) ha empezado a corregirse.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a disminuir ligeramente, hasta el 1,2%, en el cuarto trimestre de 2009, desde el 1,4% del trimestre precedente. Unido a una nueva importante mejora de la productividad por persona, el descenso de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado volvió a determinar una acusada desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios. En el último trimestre de 2009, la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios cayó al 1,3%, desde el 3,4% del trimestre anterior, nivel muy inferior al máximo de casi el 6% alcanzado en el primer trimestre del año. De cara al futuro, se espera que prosiga la desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios, o incluso que disminuyan, en 2010, como consecuencia, principalmente, de ganancias de productividad.

Recuadro 8

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS DURANTE LA RECIENTE RECESIÓN ECONÓMICA: ANÁLISIS COMPARATIVO

La reciente recesión económica ha provocado un fuerte deterioro de los mercados de trabajo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Ante un crecimiento negativo o reducido de la demanda y de la actividad general, los empresarios de ambas regiones han intentado ajustar los costes salariales, en términos de trabajadores y de salarios. En este recuadro se compara la evolución de estos factores, centrándose en el sector privado.

Para empezar, hay que destacar que la existencia de diferencias institucionales, así como de diferencias en la cobertura y las definiciones de las actividades económicas, el empleo y los costes laborales, dificulta la comparación de los datos entre las dos economías. Este recuadro se centra en la evolución de los costes laborales por hora, que parecen ser las estadísticas más próximas disponibles. Para medir los costes laborales por hora de la zona del euro se utiliza el índice de costes laborales, mientras que para Estados Unidos se utiliza como indicador comparable el de los costes empresariales derivados de la remuneración de los asalariados. En general, los salarios por hora se ajustaron más pronto y en mayor medida en Estados Unidos que en la zona del euro. Ello puede explicarse, en parte, por la recesión

económica que comenzó antes en Estados Unidos, en el cuarto trimestre de 2007, mientras que el crecimiento del PIB de la zona del euro no se vio verdaderamente afectado hasta el segundo trimestre de 2008. Sin embargo, también influyeron las distintas políticas aplicadas a los mercados de trabajo y un mayor grado de flexibilidad salarial.

Costes laborales por hora

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el deterioro de la situación del mercado de trabajo ha alentado la contención salarial en los últimos trimestres, tal y como muestra la evolución de los costes laborales por hora (véase gráfico A)¹. En Estados Unidos, el crecimiento de los costes salariales se desaceleró a lo largo de 2009. El crecimiento interanual de los salarios se situó en el 0,3% en el cuarto trimestre de 2009, muy por debajo de la media del 3,4% anterior a la recesión. En la zona del euro, el crecimiento

de los costes laborales por hora empezó a disminuir más tarde que en Estados Unidos, manteniéndose en torno al 4% en el segundo semestre de 2008 y a comienzos de 2009. Más recientemente, en el cuarto trimestre de 2009, el crecimiento interanual de los costes laborales por hora volvió a niveles más cercanos a los observados antes de la recesión, situándose ligeramente por encima del 2%.

Diferencias estructurales

La desaceleración más pronunciada del crecimiento de los costes laborales por hora registrada en Estados Unidos en comparación con la observada en la zona del euro durante la recesión refleja, en primer lugar, el mayor grado de flexibilidad salarial. Los salarios de la zona del euro se ajustaron a un ritmo más lento, debido a la mayor duración de los acuerdos salariales que se firman, en promedio, por unos dos años². En Estados Unidos, los salarios se fijan, habitualmente, por un período de un año, lo que ha permitido a los empresarios estadounidenses empezar más rápidamente a reducir los costes laborales. Además, en Estados Unidos los empresarios parecen haber realizado mayores ajustes salariales durante la recesión. Por ejemplo, según una reciente encuesta de la Society for Human Resource Management, en 2009 el 5% de las empresas estadounidenses redujeron los salarios y hasta un 48% impuso congelaciones salariales³. En la zona del euro, según una encuesta realizada recientemente en el marco de la Red de Investigación sobre la Dinámica Salarial (Wage Dynamics Network - WDN)⁴, el 2% de las entidades encuestadas recortaron los salarios base y un 37% los congeló entre el inicio de la crisis financiera y el verano de 2009. Por otra parte, en Estados Unidos

Gráfico A Crecimiento de los costes laborales por hora en la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.
Nota: Los datos se refieren al sector privado no agrícola.

1 La comparación entre la evolución de los salarios en Estados Unidos y en la zona del euro plantea la comparación con el mercado de trabajo japonés. Sin embargo, esta comparación no es sencilla, dado que el mercado de trabajo japonés se caracteriza por distintos rasgos idiosincrásicos. No obstante, Japón ha registrado un crecimiento salarial reducido (o incluso negativo), aunque el ritmo de descenso se ha ralentizado considerablemente en los últimos tiempos.
2 Véase P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou y M. Ward-Warmedinger, «Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan», Working Paper n.º 974, BCE, 2008.
3 Según Hewitt Associates, una empresa estadounidense de recursos humanos.
4 Véase «Wage dynamics in Europe: final report of the Wage Dynamics Network», BCE, diciembre de 2009.

el uso generalizado de planes de remuneraciones variables (que representaban el 11,2% de las nominas en 2009) permitió a los empresarios controlar fácilmente el crecimiento de los salarios durante la recesión. En la zona del euro, las primas solo son relevantes en algunos sectores, como los servicios financieros, mientras que los aumentos salariales todavía vienen determinados, en gran medida, a nivel central o sectorial. La información procedente de la encuesta de la WDN confirma este panorama, ya que solo en torno al 12% de las empresas encuestadas utilizaron los componentes flexibles de los salarios para ajustar los costes generales.

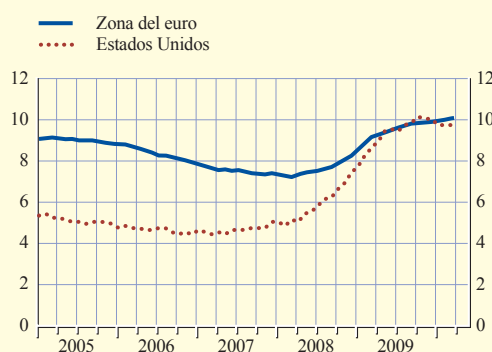
En segundo lugar, en Estados Unidos los salarios o prestaciones de cerca de la mitad de la población activa están vinculados a variaciones del índice de precios de consumo. Estos precios bajaron un 0,4%, en tasa interanual, en 2009, lo que supuso un estancamiento o incluso una reducción de los salarios indiciados con la inflación. En la zona del euro, mientras que la indiciación formal o informal suele afectar también a una elevada proporción de contratos, los acuerdos salariales más recientes sugieren que el ajuste no es necesariamente simétrico cuando la inflación es baja o incluso negativa⁵. Mientras que, por ejemplo, la indiciación salarial dio lugar en Bélgica a ajustes salariales negativos para 2010, la incidencia a la baja de estas cláusulas no es automática y ha de ser acordada por empresarios y asalariados. En otros países de la zona del euro, el efecto de la indiciación es todavía poco claro.

En tercer lugar, el desempleo aumentó antes y en mayor medida en Estados Unidos que en la zona del euro, moderando el crecimiento salarial. La tasa de desempleo estadounidense empezó a elevarse a finales de 2007, con una subida de más de 5 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 9,7% en marzo de 2010. Por el contrario, la tasa de paro de la zona del euro solo comenzó a aumentar en 2008, y en menos de 3 puntos porcentuales, hasta situarse en marzo de 2010 en el 10%, la tasa más alta registrada en más de una década (véase gráfico B). La variación más importante de la tasa de desempleo estadounidense durante la crisis puede explicarse por una legislación de protección del empleo más laxa en comparación con la de la zona del euro, así como por las perturbaciones relativamente más intensas observadas en los sectores inmobiliario, financiero y de la construcción⁶. Por otro lado, el amplio recurso a los planes de reducción de las horas de trabajo favoreció el empleo en la zona del euro durante la recesión.

Finalmente, el ajuste más lento de los salarios en la zona del euro fue también reflejo del impulso automático al crecimiento de los salarios por hora, debido a los acuerdos sobre horas de trabajo suscritos durante la recesión. El amplio uso de cuentas de horas, especialmente en Alemania, permitió a los asalariados trabajar un menor número de horas, reduciendo así las horas extraordinarias acumuladas en el pasado sin que disminuyera su remuneración fija. Además, los planes de reducción de las

Gráfico B Tasa de desempleo en la zona del euro y Estados Unidos

(en porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat y Bureau of Labor Statistics.

5 En torno al 35% de las empresas de la zona del euro encuestadas en el marco de la WDN señalaron alguna clase de ajuste, formal o informal, de la inflación. Véase M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins y R. Sabbatini, «How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe», Working Paper n.º 1084, BCE, 2009.

6 «Perspectivas de la Economía Mundial», FMI, abril de 2010.

horas de trabajo subvencionados por el Gobierno dieron a las empresas la oportunidad de reducir las horas trabajadas por sus asalariados, mientras que los Gobiernos nacionales complementaban la remuneración de estos empleados. Como las empresas todavía tenían que pagar los costes laborales fijos y habían acordado, en la mayor parte de los casos, añadir un suplemento a la remuneración de sus asalariados, además de la subvención del Gobierno, ello supuso también aumentos de los salarios por hora. Tanto las cuentas de horas como los planes de reducción de las horas de trabajo se utilizaron sobre todo en la industria, por lo que los costes laborales por hora se vieron más afectados en el sector industrial.

Por el contrario, en Estados Unidos se utilizaron de forma limitada los planes de reducción de las horas de trabajo, que influyeron, por lo tanto, escasamente en los salarios por hora. Además, en Estados Unidos la reducción de las horas de trabajo supone una reducción proporcional de la remuneración semanal. Así pues, el descenso del promedio de horas trabajadas por persona en Estados Unidos no supuso un mayor crecimiento de los costes laborales por hora, como ocurrió en la zona del euro.

Conclusiones

La reciente recesión económica ha dado lugar a un menor ajuste del factor trabajo en la zona del euro que en Estados Unidos. Paralelamente, los costes laborales por hora se han ajustado en menor medida y con retraso en la zona del euro, en relación con el ajuste relativamente fuerte y rápido que se produjo en Estados Unidos. El sistema salarial más descentralizado vigente en Estados Unidos, en comparación con los sistemas existentes en varios países de la zona del euro, ha facilitado probablemente un mayor ajuste a la baja del crecimiento salarial, determinado por recortes de los salarios, congelaciones salariales y reducción de las remuneraciones variables. Además, la incidencia a la baja de la indiciación en tiempos de baja inflación parece haber sido mayor en Estados Unidos, mientras que una mayor respuesta en términos de aumento del desempleo limitó el crecimiento de los salarios. Por el contrario, en la zona del euro el crecimiento de los costes laborales por hora aumentó inicialmente en 2009, reflejo tanto del impacto de los incrementos salariales acordados previamente como del uso más limitado de componentes flexibles de los salarios, y de un impulso automático, ya que las horas trabajadas disminuyeron como consecuencia de los planes de reducción de las horas de trabajo subvencionados por el Gobierno, sin una reducción proporcional de la remuneración por asalariado. Más recientemente, el crecimiento de los salarios por hora se ha moderado también en la zona del euro.

De cara al futuro, es probable que el crecimiento de los costes laborales por hora siga siendo reducido en Estados Unidos y que disminuya más en la zona del euro, donde se espera un nuevo ajuste a la baja en términos de empleo, en el contexto de una persistente respuesta retardada a la reciente recesión. Aunque en la zona del euro las rigideces del mercado de trabajo y las políticas favorables al empleo han prevenido una mayor reducción del empleo, es posible que el necesario ajuste de los costes laborales solo se haya retrasado y que pueda, por lo tanto, extenderse al período de recuperación.

3.4 PRECIOS DE LOS INMUEBLES RESIDENCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Según los últimos datos disponibles, en el segundo semestre de 2009 los precios de los inmuebles residenciales han bajado en la zona del euro un 3,1%, en tasa interanual, tras registrar un descenso de la misma magnitud en el primer semestre del año (para más detalles, véase el recuadro 9).

Recuadro 9

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

Los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro han mostrado una acusada dinámica cíclica en la última década. Tras los fuertes aumentos registrados antes de 2005, el crecimiento de los precios ha ido experimentando en los últimos años una constante desaceleración, que culminó en la contracción de 2009. En este recuadro se analiza la evolución reciente de los precios, se examinan determinados factores que influyen en la oferta y la demanda de vivienda y, a partir de estos datos, se evalúan las perspectivas para los precios de los inmuebles residenciales¹.

Según los últimos datos², en el segundo semestre de 2009 los precios de la vivienda de la zona del euro bajaron un 3,1% en tasa interanual, tras haber experimentado un descenso de la misma magnitud en el primer semestre del año (véase gráfico A, panel izquierdo). Este descenso interanual es el más pronunciado observado desde 1982 (véase gráfico A, panel derecho) y parece constituir una corrección de los precios de la vivienda, tras los fuertes incrementos registrados entre 1999 y 2005, período en el que el crecimiento medio interanual se situó en el 6,4% (véase cuadro).

En 2009, los precios de los inmuebles residenciales han bajado de forma geográficamente generalizada en casi todos los países de la zona del euro, observándose descensos superiores al 5% en Irlanda.

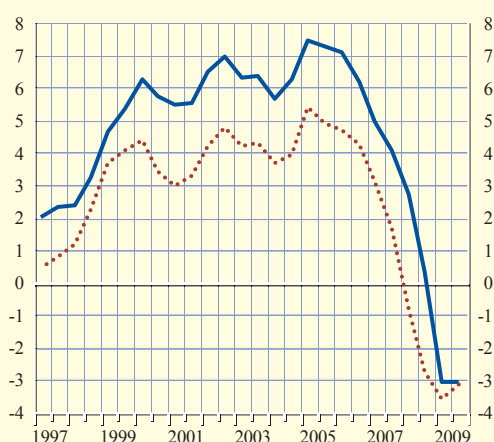
- 1 Para un análisis detallado de los enfoques aplicados en este recuadro al examen de los precios de la vivienda, véase el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2006.
- 2 Cabe señalar que existe un alto grado de incertidumbre respecto a los datos utilizados para analizar la evolución de los precios de la vivienda. Ello se debe, en particular, a cuestiones de cobertura, control de calidad y representatividad.

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

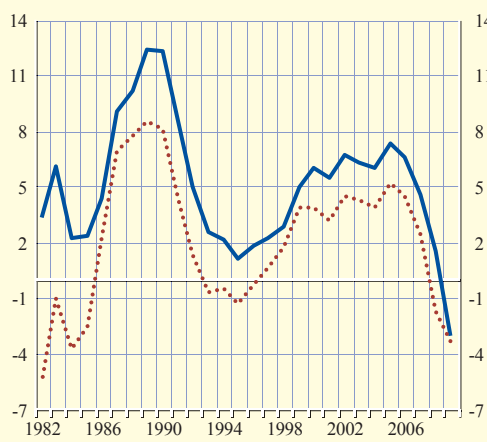
(tasas de variación interanual)

— Precios nominales
 Precios reales¹⁾

a) Datos semestrales



b) Datos anuales



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: Las estimaciones, incluidas las del BCE para algunos países, abarcan más del 90% de la zona para todo el período. El agregado de los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se calcula a partir de series nacionales que abarcan más del 90% del PIB de la zona para todo el período.

1) El crecimiento de los precios reales de los inmuebles residenciales se obtiene restando la inflación interanual medida por el IAPC del crecimiento de los correspondientes precios nominales.

Precios nominales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

	Ponderación %	1999-2005 Tasa media de variación interanual	2006	2007	2008	2009	2009		2009				2010
							Primer semestre	Segundo semestre	I	II	III	IV		I
Bélgica ¹⁾	3,7	7,5	11,8	9,3	4,8	-0,3	-0,6	-0,1	0,9	-2,1	-1,4	1,2	..
Alemania ²⁾	27,0	-0,9	0,2	0,7	1,0	-0,2	..	..	..	..	..	..	..
Irlanda ²⁾	2,1	12,0	13,6	-0,5	-9,1	-13,7	-11,3	-16,1	-11,0	-11,6	-13,8	-18,5	-18,9
Grecia ²⁾	2,5	9,5	13,0	6,2	1,5	-4,7	-4,1	-5,2	-4,2	-4,1	-5,2	-5,3	..
España ²⁾	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	-7,4	-7,6	-7,1	-6,8	-8,3	-8,0	-6,3	-4,7
Francia ¹⁾	21,1	11,2	12,1	6,6	1,2	-7,1	-8,1	-6,2	-6,9	-9,3	-7,9	-4,4	..
Italia ²⁾	17,1	6,9	5,8	5,0	2,6	-0,5	-0,3	-0,7	..	..	..	..	..
Chipre ^{2),3)}	0,2	-	10,0	15,0	13,0	-6,0	..	..	..	..	..	..	..
Luxemburgo ²⁾	0,4	11,1	10,8	10,1	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Malta ²⁾	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-5,0	-7,9	-2,0	-9,9	-6,0	-2,5	-1,4	..
Países Bajos ¹⁾	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	-3,3	-1,5	-5,1	-0,3	-2,8	-5,1	-5,0	-4,3
Austria ^{2),4)}	3,0	0,7	4,0	4,1	1,3	..	4,6	..	4,3	4,9	3,4	..	..
Portugal ²⁾	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	0,4	1,5	-0,7	2,7	0,3	-0,8	-0,6	..
Eslovenia	0,4	-	17,6	22,6	3,1	-8,2	-8,4	-8,0	-7,1	-9,8	-10,9	-5,1	..
Eslovaquia ¹⁾	0,6	-	16,8	23,9	22,1	-11,1	-8,9	-13,3	-4,3	-13,4	-14,3	-12,3	..
Finlandia ¹⁾	2,0	..	-	5,5	0,6	-0,3	-4,5	4,1	-5,5	-3,6	0,4	7,9	11,3
Zona del euro	100,0	6,4	6,6	4,5	1,5	-3,1	-3,1	-3,1	..	..	..	..	..

Fuentes: Fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Nota: Las ponderaciones se basan en el PIB nominal de 2007.

1) Viviendas de segunda mano (casas y apartamentos); todo el país.

2) Todas las viviendas (casas y apartamentos, nuevos y de segunda mano); todo el país.

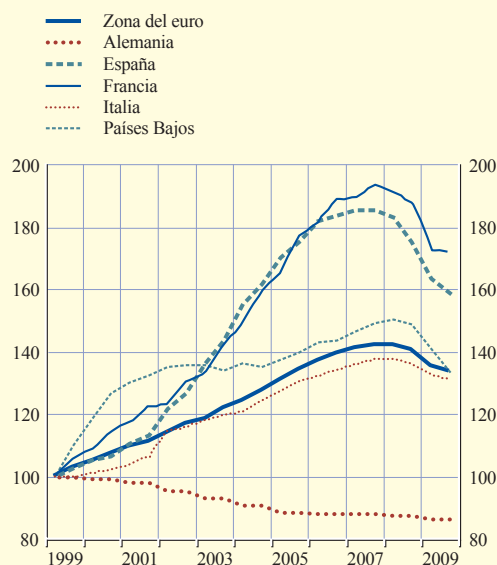
3) Para estimar el índice de precios de la vivienda, el Banco Central de Chipre utiliza los datos de valoración de los inmuebles recibidos de distintas IFM y otros indicadores relevantes del mercado de la vivienda.

4) Datos hasta el año 2000, únicamente para Viena.

da, España, Francia, Chipre, Eslovenia y Eslovaquia. De forma más general, los países que han registrado las correcciones más pronunciadas han tendido a ser los que habían experimentado los aumentos más acusados de los precios de la vivienda en el período anterior a 2005. Un enfoque de valoración de los activos utilizado para analizar la evolución de los precios de la vivienda sugiere que estos precios son todavía relativamente altos, en comparación con los alquileres, para el agregado de la zona del euro y para cuatro de los cinco países más grandes de la zona. La ratio entre el índice de precios de la vivienda de la zona del euro y el componente de alquileres del IAPC sigue siendo elevada, en comparación con los niveles observados hace una década (véase gráfico B)³. Con todo, los datos de alta frecuencia relativos a los precios de la vivienda indican que el ritmo de descenso parece haberse reducido ligeramente a finales de

Gráfico B Ratio precio-alquiler de la vivienda en la zona del euro y en algunos países de la zona

(índice 1999 = 100; en porcentaje; datos semestrales)



3 La ratio precio-alquiler de la vivienda en la zona del euro se ha mantenido también en niveles elevados en comparación con su media de largo plazo, que puede proporcionar una mejor referencia del valor de equilibrio. Véase, por ejemplo, Economic Outlook n.º 86, OCDE, noviembre de 2009.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

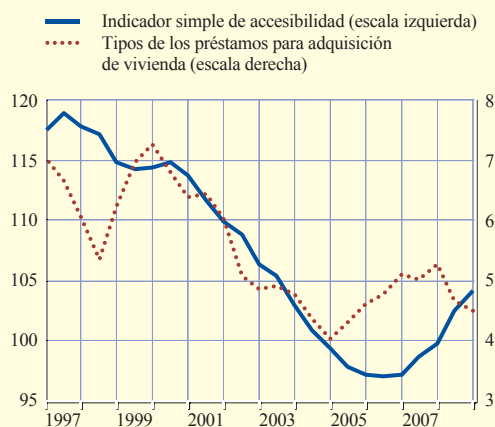
2009 y principios de 2010, lo que podría ser una señal adelantada de que la situación podría estar estabilizándose en algunos países.

La contracción de los precios de los inmuebles residenciales se ha asociado a la evolución moderada de la oferta y la demanda de vivienda. Uno de los factores determinantes de la demanda es la accesibilidad, que puede representarse utilizando un indicador simple o estrecho de accesibilidad a la vivienda. Este indicador, que se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda, volvió a elevarse a finales de 2009 (véase gráfico C), manteniendo la mejora tendencial de la accesibilidad observada desde finales de 2007. Sin embargo, es preciso tener en cuenta que esta mejora se produce después de un largo período de deterioro que comenzó en 2001, cuando las rentas no crecieron al mismo ritmo que los precios de la vivienda. En términos de evolución del crédito a la vivienda, la mejora del indicador simple de accesibilidad ha sido reforzada recientemente por una mejora simultánea de las condiciones de financiación, al descender los tipos de interés nominales de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en 2009. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de estos préstamos ha aumentado de forma constante, desde el 0,6% de septiembre de 2009 hasta el 2,6% de marzo de 2010. Aunque este factor podría apuntar a una estabilización del mercado de la vivienda, la tasa de crecimiento de estos préstamos es mucho más baja que la alcanzada en el pico del último ciclo de precios de la vivienda de mediados de 2006, cuando los préstamos crecieron a una tasa interanual de más del 12%. En conjunto, esta evolución de las rentas y del crédito sugiere que la demanda de vivienda está estabilizándose en la zona del euro.

Por el lado de la oferta en el mercado de la vivienda, la contracción de la inversión residencial real ha seguido disminuyendo, aunque es todavía severa, en el contexto de la moderación del crecimiento de los precios de la vivienda. El crecimiento interanual de la inversión residencial real de la zona del euro se contrajo un 8% en el cuarto trimestre de 2009. Aunque esta reducción fue menos acusada que la caída del 11% registrada en el primer trimestre de 2009, esta tasa estaba todavía muy alejada de la tasa media histórica de crecimiento del 0,5% observada desde 1996 y del máximo del 6,4% registrado en el último trimestre de

Gráfico C Indicador simple de accesibilidad a la vivienda y condiciones de financiación

(índice 2005 = 100; en porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El indicador simple de accesibilidad a la vivienda se define como la ratio entre la renta nominal disponible de los hogares y el índice de precios nominales de la vivienda. Los tipos de los préstamos se calculan como el tipo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años.

Gráfico D Inversión residencial en la zona del euro

(en porcentaje; tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2006 (véase gráfico D). El descenso de la inversión residencial ha contribuido a la reducción constante de la proporción de recursos destinados a la construcción inmobiliaria en la economía, tal y como muestra el hecho de que la ratio de inversión residencial nominal en relación con el PIB nominal cayó hasta aproximadamente el 5,25% de los recursos económicos a finales de 2009, desde el elevado 6,5% observado en 2006. La evolución de los permisos de construcción, que se utilizan a menudo como indicador adelantado de la inversión residencial, sugiere que la disminución gradual del ritmo de construcción continuará en los próximos meses. El número de permisos concedidos descendió un 20,8% en el último trimestre de 2009, frente a la contracción del 27,6% registrada en el primer trimestre del mismo año.

En conjunto, la dinámica de la oferta y la demanda de vivienda, así como el contraste con otros enfoques de valoración, apuntan a la probabilidad de que los precios de la vivienda sigan bajando en la zona del euro a corto plazo, aunque, posiblemente, a un ritmo que se irá moderando.

3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Se espera que la inflación medida por el IAPC permanezca en una senda moderada en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En línea con la lenta recuperación de la demanda interna y externa, se prevé una evolución moderada de los precios, los costes y los salarios.

Tal y como se indica en el recuadro 10, la última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) muestra que, en comparación con la encuesta anterior, los analistas no han modificado sustancialmente sus expectativas de inflación para 2010 y 2011, que se sitúan dentro de los intervalos de las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2014) se mantienen estables en el 1,9%.

A corto plazo, dada la evolución de los precios de la energía, los riesgos para las anteriores proyecciones de inflación medida por el IAPC apuntan ligeramente al alza, mientras que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados. Los riesgos alcistas a medio plazo están relacionados, en particular, 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. Al mismo tiempo, los riesgos para la evolución de los precios y costes internos son moderados.

Recuadro 10

RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al segundo trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 16 y el 20 de abril de 2010 y respecto de la cual se recibieron 54 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB y el desempleo de la zona del euro¹.

¹ Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.

Expectativas de inflación para los años 2010, 2011 y 2012

Al igual que en la encuesta anterior, por segunda vez consecutiva los encuestados no han modificado de forma significativa sus expectativas de inflación, que sitúan en el 1,4% para 2010 (con un aumento de 0,1 puntos porcentuales en relación con los resultados del primer trimestre de 2010) y mantienen sin cambios en el 1,5% para 2011 (véase cuadro)². En sus comentarios, varios encuestados señalan que la revisión al alza de sus expectativas de inflación para 2010 se debe a unos datos de inflación más altos de lo previsto para el primer trimestre de 2010, como resultado de un repunte de los precios de las materias primas (en particular, de los de la energía y de los alimentos) y de la depreciación del tipo de cambio. Asimismo, indican que los efectos de este aumento deberían ser transitorios y se espera que se compensen a medio plazo con una disminución de la inflación subyacente. Por primera vez se pidió a los encuestados que facilitasen sus previsiones de inflación para 2012, que situaron, en promedio, en el 1,7%.

Las expectativas de inflación de la EPE para 2010 y 2011 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo de 2010. Por otro lado, las expectativas de la EPE superan en 0,2 puntos porcentuales las previsiones de abril de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y son en general similares a sus previsiones para 2011. Las expectativas de inflación de la EPE para 2012 están en línea con las del Barómetro de la Zona del Euro y se sitúan 0,2 puntos porcentuales por encima de las de Consensus Economics.

El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la encuesta anterior, la distribución

2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

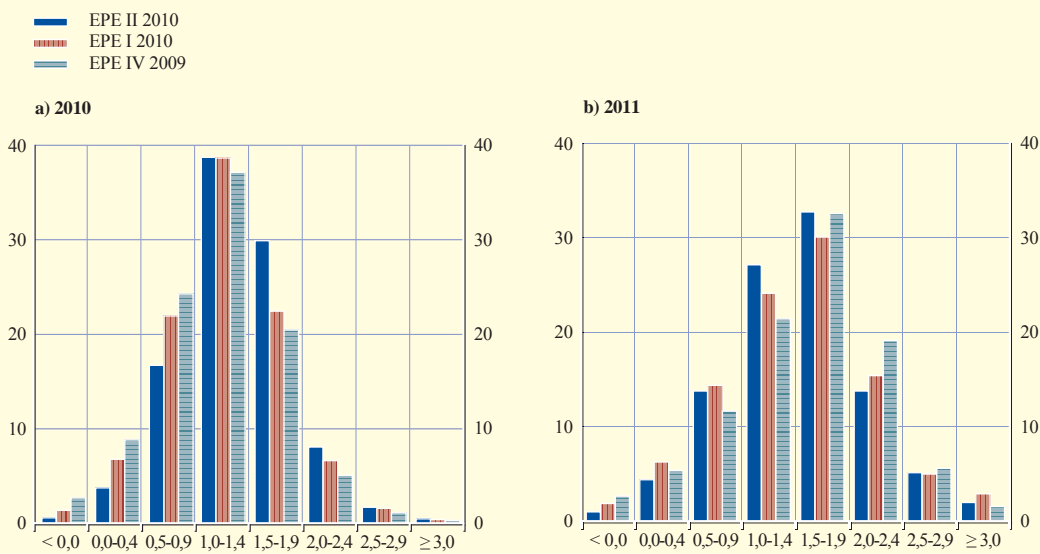
Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2010	Marzo 2011	2011	Marzo 2010	2012	A largo plazo ²⁾
EPE II 2010	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	1,9
EPE anterior (I 2010)	1,3	-	1,5	-	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	0,8-1,6		0,9-2,1		-	-
Consensus Economics (abril 2010)	1,2	-	1,4	-	1,5	1,9
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2010)	1,2	-	1,5	-	1,7	2,1
Crecimiento del PIB real	2010	IV 2010	2011	IV 2001	2012	A largo plazo ²⁾
EPE II 2010	1,1	1,4	1,5	1,6	-	1,8
EPE anterior (I 2010)	1,2	-	1,6	-	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	0,4-1,2		0,5-2,5		-	-
Consensus Economics (abril 2010)	1,2	-	1,5	-	-	1,8
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2010)	1,1	-	1,6	-	-	2,0
Tasa de desempleo ¹⁾	2010	Febrero 2011	2011	Febrero 2012	2012	A largo plazo ²⁾
EPE II 2010	10,3	10,4	10,3	10,0	-	8,5
EPE anterior (I 2010)	10,5	-	10,5	-	-	8,6
Consensus Economics (abril 2010)	10,4	-	10,4	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (abril 2010)	10,4	-	10,3	-	-	8,9

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo de la EPE, de Consensus Economics, y del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2014.

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

de probabilidad agregada para 2010 apunta a una inflación más alta. La probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del 1% ha disminuido (hasta el 21% desde el 30%), mientras que la probabilidad de que se sitúe entre el 1,5% y el 1,9% ha aumentado (hasta el 30% desde el 22%). Para 2010, la distribución de probabilidad más alta (39%) se asigna al intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4%. Para 2011, la distribución de probabilidad se mantiene en general estable, en comparación con la encuesta anterior, con un ligero aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe entre el 1% y el 1,9% (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan a la baja. Ello se refleja en el hecho de que la mayoría de encuestados facilitan una estimación superior a la previsión media de su distribución de probabilidad, lo que significa que asignan una mayor probabilidad a que los resultados se sitúen por debajo de esta previsión a que se sitúen por encima de la misma. Entre los factores que plantean riesgos bajistas para las perspectivas de inflación se mencionan la reducida utilización de la capacidad productiva y un moderado crecimiento salarial debido al elevado nivel de desempleo. Muchos encuestados indican que los principales riesgos alcistas para la inflación proceden de nuevas subidas de los precios de las materias primas (principalmente de los precios del petróleo y de los alimentos), así como de aumentos de los impuestos indirectos y de los precios administrados.

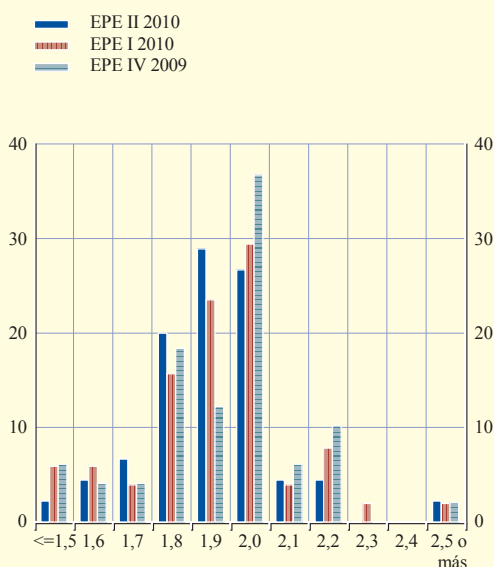
Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a más largo plazo (para 2014) se mantienen estables en el 1,9%. La previsión media está en línea con la previsión de inflación a largo plazo de Consensus Economics (1,9%) y por debajo de la del Barómetro de la Zona del Euro (2,1%), publicadas ambas en abril de 2010.

La estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo se combina con el desacuerdo bastante estable que muestran los encuestados en sus expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la

Gráfico B Distribución de corte transversal de las expectativas de inflación a largo plazo (2014) de los participantes en la EPE

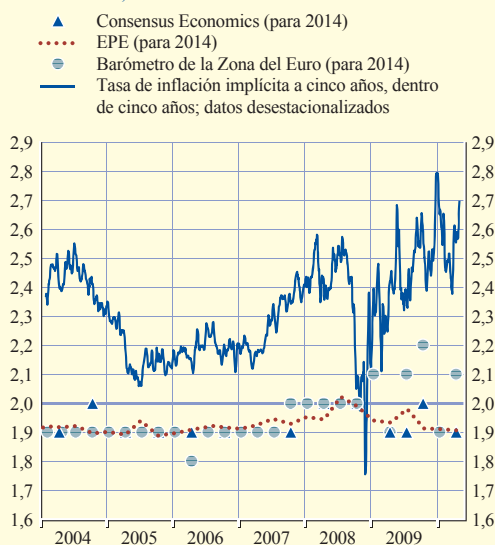
(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE.

Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de las encuestas y tasas de inflación implícitas

(tasas medias de variación interanual; medias móviles de cinco días de datos diarios)



Fuentes: Consensus Economics, Barómetro de la Zona del Euro, Reuters y cálculos del BCE.

desviación típica de sus previsiones. La incertidumbre agregada respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, se mantiene también en un nivel similar, en comparación con la encuesta anterior³. La mayoría de encuestados sitúan las expectativas de inflación a largo plazo entre el 1,8% y el 2%, siendo la previsión más alta el 2,5% y la más baja el 1,5% (véase gráfico B). Por último, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% se mantiene prácticamente estable en el 43%, frente al 44% de la encuesta anterior.

Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros han sido, en general, más altos que los indicadores basados en las encuestas (véase gráfico C)⁴. En el periodo más reciente, ello ha sido reflejo, principalmente, del fuerte deterioro de la situación de liquidez observada en 2008 y en el primer semestre de 2009. Desde entonces, la situación de liquidez ha mejorado y se espera que siga normalizándose en el transcurso de 2010. Por lo tanto, habrá de considerarse con cautela la volatilidad que han mostrado estos indicadores, evitando interpretarla automáticamente como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado⁵.

3 Para más información sobre los indicadores de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», en el Boletín Mensual de enero de 2010.

4 Véase también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2006.

5 Para un análisis más detallado del impacto de la actual crisis financiera sobre los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, véase el recuadro titulado «Incrementos recientes de los rendimientos reales y sus consecuencias para el análisis de las expectativas de inflación», en el Boletín Mensual de noviembre de 2008. La evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados se describe en la sección 2.4 del presente Boletín Mensual.

Expectativas de crecimiento del PIB real

En promedio, los encuestados sitúan el crecimiento del PIB real de la zona del euro en el 1,1% para 2010 y el 1,5% para 2011. Ello representa una revisión a la baja (de 0,1 puntos porcentuales para cada año) de las expectativas de la encuesta anterior. Varios encuestados opinan que la recuperación económica continuará, aunque a un ritmo moderado, y consideran que el crecimiento estará impulsado, principalmente, por la vigorosa recuperación del comercio mundial, unida a los efectos positivos de la reversión de la apreciación del euro de finales de 2009.

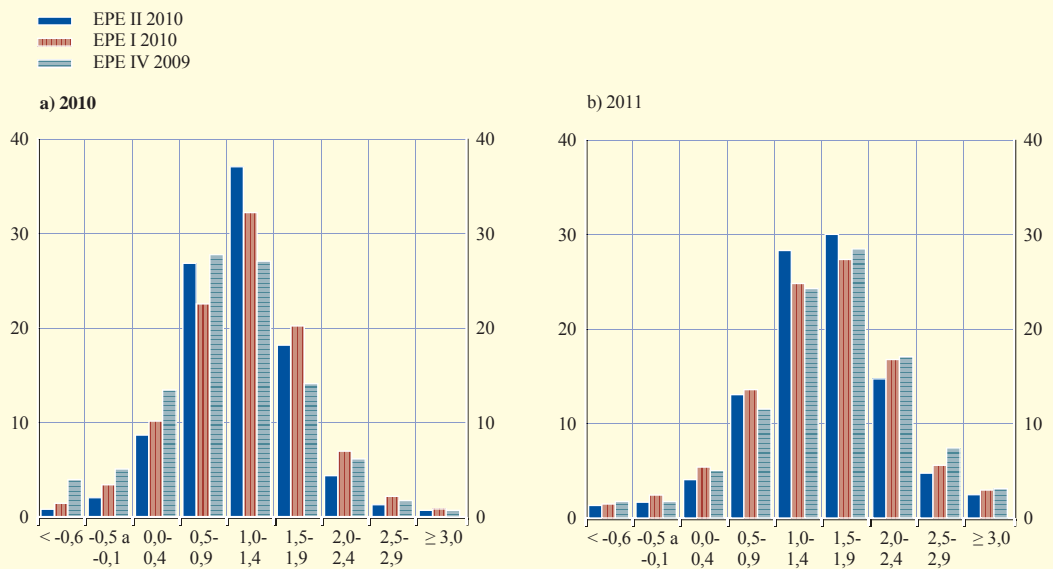
Las expectativas de crecimiento para 2010 reflejadas en la EPE se sitúan en un nivel próximo al límite superior del intervalo de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en marzo de 2010, mientras que las relativas a 2011 se sitúan en el punto medio del intervalo. Las expectativas de crecimiento de la EPE están, en general, en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011.

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra en el intervalo comprendido entre el 0,5% y el 1,4%. En particular, los encuestados asignan una probabilidad del 37% a que el crecimiento del PIB real se sitúe entre el 1% y el 1,4%. La distribución de probabilidad agregada para 2011 se concentra en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,9% y los encuestados asignan una probabilidad del 58% a que el crecimiento del PIB real se sitúe en este intervalo (véase gráfico D).

Los riesgos respecto a la previsión media de crecimiento del PIB real parecen apuntar al alza para 2010 y ligeramente a la baja para 2011. En opinión de los encuestados, el principal riesgo alcista para

Gráficos D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2010 y 2011 en las últimas encuestas EPE¹⁾

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Corresponde a la media de las distribuciones de probabilidad individuales asignadas por los expertos en previsión económica.

el escenario de referencia está relacionado con un entorno exterior más favorable de lo previsto y, en particular, con contagios positivos procedentes de las economías emergentes. El principal riesgo bajista para las perspectivas de crecimiento proviene de la percepción del impacto negativo que un endurecimiento de las políticas fiscales tendría a corto plazo sobre el consumo y la inversión.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2014) de la EPE se mantienen en el 1,8%, sin cambios en relación con la encuesta anterior, y se sitúan en línea con las previsiones de Consensus Economics (1,8%) y por debajo de las del Barómetro de la Zona del Euro (2%) para 2014. Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para el crecimiento a largo plazo apuntan ligeramente a la baja.

Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro

Los encuestados han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales sus expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2010 y 2011, que sitúan ahora en el 10,3% para ambos años. Los encuestados consideran que los riesgos para las expectativas a corto y medio plazo apuntan al alza para 2010 y también, aunque en menor medida, para 2011. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2014) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,5%, pero los riesgos para las perspectivas a largo plazo apuntan claramente al alza.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica en la zona del euro ha registrado una mejora desde mediados de 2009, como consecuencia de la recuperación en curso de la economía internacional, de los significativos estímulos macroeconómicos y de las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema bancario. Los nuevos datos económicos y, especialmente, la información procedente de las encuestas de opinión indican que la recuperación económica de la zona del euro continúa en 2010. Si bien las adversas condiciones meteorológicas, en concreto, frenaron el crecimiento a comienzos de año, parece que se ha producido cierto fortalecimiento durante la primavera.

De cara al futuro, se espera que el PIB real de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado, pero el patrón de crecimiento podría ser desigual, en un entorno marcado por una incertidumbre inusualmente elevada. La recuperación que se está registrando actualmente a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro, debería respaldar a la economía de la zona. Al mismo tiempo, es de prever que la crisis financiera tenga un efecto moderador sobre el crecimiento económico, dado el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores, las expectativas de bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y las débiles perspectivas del mercado de trabajo. Los riesgos para las perspectivas económicas se mantienen prácticamente equilibrados.

4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

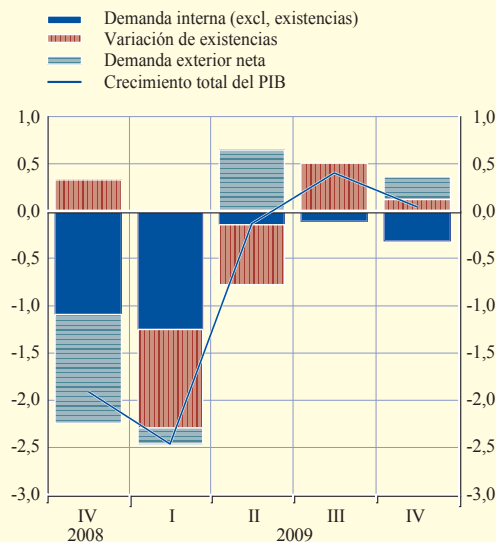
El PIB real de la zona del euro se mantuvo estable en el último trimestre de 2009, frente al incremento intertrimestral del 0,4% observado en el período de tres meses anterior (véase gráfico 26). Este hecho confirma que la recuperación en la zona del euro está siguiendo una senda desigual, tras cinco trimestres consecutivos de contracción del PIB, desde el segundo trimestre de 2008 hasta el mismo trimestre de 2009. Los indicadores disponibles señalan que prosiguió la recuperación en los primeros meses de 2010.

La demanda interna, excluidas las existencias, contribuyó negativamente a la evolución del PIB en el cuarto trimestre de 2009, mientras que las aportaciones de la demanda exterior neta y de la variación de existencias fueron positivas. La contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales de la demanda interna, excluidas las existencias, reflejó la atonía del consumo privado y el descenso de la inversión y el consumo públicos.

El consumo público, en tasa intertrimestral, se estancó en el cuarto trimestre de 2009, tras disminuir un 0,1% en el tercer trimestre. La continua debilidad de la renta real disponible de los hogares, que ha tenido su origen principalmente en la reducción del empleo, y el aumento de la tasa de ahorro han sido los factores determinantes de la falta de dinamismo del consumo en los últimos trimestres. Los indicadores disponibles sugieren que el gasto en consumo mantuvo su atonía en el primer trimestre de 2010. En marzo de ese año, las ventas del comercio al por menor no experimentaron variación en términos intermensuales,

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.

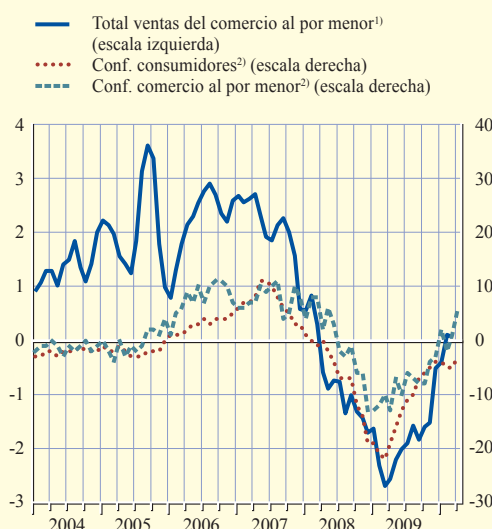
tras haber caído en enero y en febrero un 0,3% y un 0,2%, respectivamente (véase gráfico 27). Las matriculaciones de automóviles crecieron un 7,2% en tasa intermensual, en marzo, tras un aumento del 2,8% en febrero y una caída del 9,2% en enero. Las ventas del comercio al por menor, incluidas las matriculaciones de automóviles, que representan en conjunto cerca de la mitad del consumo, disminuyeron un 0,7%, en tasa intertrimestral, en los tres primeros meses de 2010, mientras que este indicador había mejorado ligeramente en el último trimestre de 2009. En resumen, la evolución reciente de los indicadores de consumo apunta a la debilidad del consumo privado en el primer trimestre de 2010. Por lo que respecta al segundo trimestre del año, solo se dispone de información muy limitada. Las encuestas relativas al consumo sugieren una moderada mejora en el sentimiento de los consumidores. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se incrementó marginalmente en abril, tras permanecer estable en marzo y descender en febrero.

La formación bruta de capital fijo cayó un 1,3%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2009, tras un descenso del 0,9% en el trimestre anterior. La inversión ha venido contrayéndose desde el segundo trimestre de 2008, como consecuencia de la debilidad de la demanda, la escasa confianza empresarial, el crecimiento negativo de los beneficios, la reducida utilización de la capacidad productiva desde una perspectiva histórica y el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. La desagregación de la inversión muestra que la reducción de la inversión agregada que se registró en el cuarto trimestre de 2009 se debió, de nuevo, en gran medida, al componente de construcción, que disminuyó un 1,3%, en tasa intertrimestral, una contracción más acusada que en el trimestre anterior. La inversión, excluida la construcción, experimentó un descenso del 0,8% en el último trimestre de 2009, habiéndose mantenido estancada en el trimestre anterior.

Los indicadores de inversión de la zona del euro disponibles a comienzos de 2010 presentan un panorama desigual. La producción de la construcción descendió en febrero un 3,3%, en tasa intermensual, como continuación de la tendencia a la baja observada a comienzos de 2008. La contracción que se registró en febrero fue especialmente acusada en España, mientras que en Alemania la producción de la construcción solo repuntó moderadamente tras la pronunciada caída observada en el mes anterior, lo que se debió, en parte, a las condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Se prevé que las condiciones meteorológicas hayan tenido un efecto negativo sobre la inversión en el primer trimestre de 2010; sin embargo, parece que este efecto moderador se invertirá en el segundo trimestre. Por el contrario, la producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la evolución futura de la inversión, excluida la construcción, se incrementó ligeramente, en tasa intermensual, en febrero, tras haber descendido en enero. En promedio, en los dos primeros meses de 2010, este indicador se situaba algo por encima del nivel registrado en el último trimestre de 2009. Es probable que la inversión, especialmente el componente que excluye la construcción, se fortalezca en los próximos trimestres, aunque, en general, mantendrá su debilidad.

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.

Por lo que respecta a la evolución del comercio, el repunte del comercio se ralentizó en cierta medida en el último trimestre de 2009, situándose las tasas de crecimiento de las exportaciones y de las importaciones en términos reales en el 1,9% y el 1,3%, respectivamente, frente a las tasas próximas al 3% del trimestre anterior. Debido a la desaceleración más pronunciada que se observó en el crecimiento de las importaciones, la demanda exterior neta realizó una aportación positiva de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento del PIB real en el último trimestre de 2009. Los datos recientes indican que el crecimiento del comercio de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable a comienzos de 2010.

Las existencias contribuyeron positivamente al crecimiento intertrimestral del PIB real en el tercer trimestre de 2009 y también realizaron una reducida aportación positiva de 0,1 puntos porcentuales en el último trimestre. Tanto las encuestas como la evidencia anecdótica sugieren que el ritmo de desacumulación de existencias ha seguido ralentizándose desde entonces en la zona del euro. Como resultado, las existencias podrían contribuir positivamente al crecimiento del PIB de la zona del euro en el primer semestre de 2010. No obstante, la magnitud de la contribución sigue siendo incierta, pues depende de la rapidez con que repunte la demanda y de la medida en que las empresas revisen sus expectativas relativas a la actividad económica. Además, existe alguna incertidumbre estadística ligada a la manera en que se estiman las existencias.

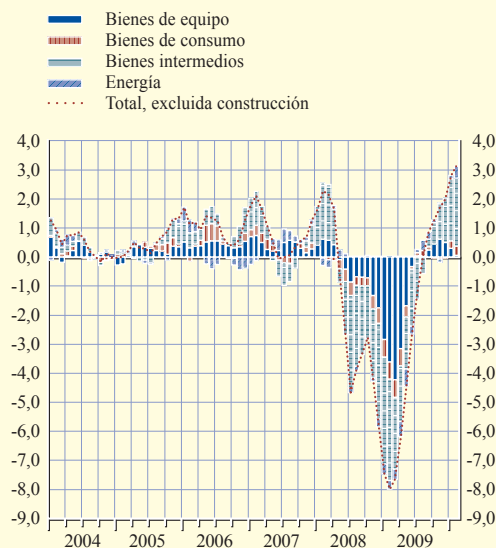
4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

El valor añadido real no registró variación, en términos intertrimestrales, en el cuarto trimestre de 2009, debido a que la actividad industrial prácticamente se estancó y a que la actividad en la rama de servicios registró un ligero incremento, mientras que continuó la desaceleración en la construcción. En concreto, el valor añadido de la industria (excluida la construcción) se redujo un 0,1% en tasa intertrimestral, mientras que, en el trimestre anterior, el sólido aumento intertrimestral, del 2,4%, fue la fuente del alza del 0,4% en el valor añadido. El valor añadido de los servicios creció un 0,2% en el cuarto trimestre, al mejorar marginalmente la actividad en el sector, tras haberse mantenido estancado en el trimestre anterior. El valor añadido de la construcción cayó un 1,2% en el cuarto trimestre, una tasa prácticamente similar a los descensos registrados en los tres primeros trimestres del año, pero mucho más baja que la que se observó a finales de 2008.

En cuanto a la evolución del primer trimestre de 2010, la producción industrial registró una mejora del 0,9%, en tasa intermensual, en febrero, tras un incremento del 1,6% en enero. A causa de estos incrementos, la producción industrial en los dos primeros trimestres de 2010 se situó, en promedio, sustancialmente por encima del nivel alcanzado en el último trimestre de 2009 (véase gráfico 28). Este hecho parecería sugerir, a primera vista, una

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.

significativa contribución de la actividad industrial al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2010. No obstante, existe cierta incertidumbre en torno a la desestacionalización, debido a las importantes oscilaciones observadas en los datos durante la recesión económica y la posterior recuperación. Como resultado de esta incertidumbre, el aumento del valor añadido de la industria en el primer trimestre de 2010 podría ser más moderado que lo que anticipaban los datos de producción industrial, como ya había ocurrido en el último trimestre de 2009. Los nuevos pedidos industriales, excluidos el material de transporte pesado, se elevaron un 2,5%, en tasa intermensual, en febrero, tras una reducción del 1,3% en el trimestre anterior; la tasa de crecimiento en términos de medias móviles de tres meses de los nuevos pedidos mantuvo su senda de moderación en febrero.

La información procedente de las encuestas apunta a una expansión de la actividad económica en el primer trimestre de 2010 y en abril. El índice de directores de compras para las manufacturas siguió mejorando, hasta situarse por encima de 57 en abril (un valor superior a 50 significa que la actividad aumenta en el sector), alcanzando el índice de producción de las manufacturas niveles que no se habían observado desde 2000. En lo que se refiere al sector servicios, el índice de directores de compras de la actividad industrial aumentó de nuevo en abril, confirmando que la actividad ha continuado su expansión también en este sector, aunque a un ritmo más moderado que en el sector manufacturero (véase gráfico 29). Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, confirman la evidencia del índice de directores de compras de que el sentimiento relativo a la economía ha mejorado. En concreto, la confianza mejoró en abril en las ramas industrial, de comercio al por menos y de servicios, mientras que se mantuvo estabilizada en la construcción

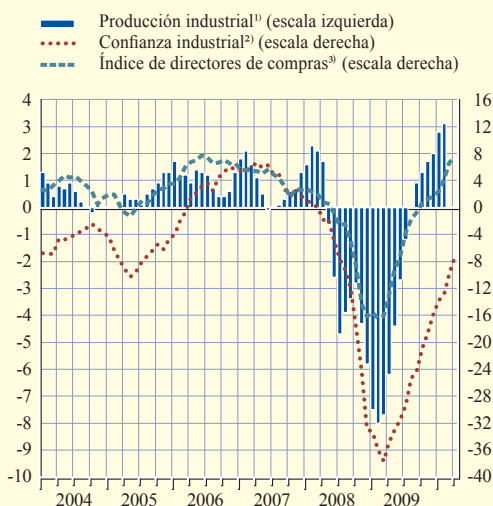
MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro se ha seguido deteriorando en los últimos meses, dado que los cambios en el empleo suelen ir a la zaga de las fluctuaciones del ciclo económico. En el trimestre final de 2009, el empleo en la zona del euro cayó un 0,3%, en tasa intertrimestral. No obstante, esta caída fue menos marcada que la de trimestres anteriores, en que el empleo se redujo a tasas muy significativas.

A nivel sectorial, el sector manufacturero (es decir, la industria, excluida la construcción) continuó siendo el más castigado por la reducción del empleo agregado. En el último trimestre de 2009, el empleo en este sector continuó disminuyendo, aunque a una tasa más baja, y cayó un 1,1%, en tasa intertrimestral, frente al 1,7% registrado en el tercer trimestre. En el cuarto trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de destrucción de empleo en el sector de la construcción, donde el empleo registró un descenso intertrimestral del 0,4%, tras la caída del 1,7% del trimestre anterior. Al igual que en trimestres precedentes, el empleo en la rama de servicios apenas sufrió modificaciones en el cuarto trimestre.

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: Los datos de la encuesta se refieren a las manufacturas.
 1) Tasas de variación intertrimestral.
 2) Saldos netos.
 3) Índice de directores de compras; desviaciones con respecto al valor 50.

Cuadro 6 Crecimiento del empleo

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

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

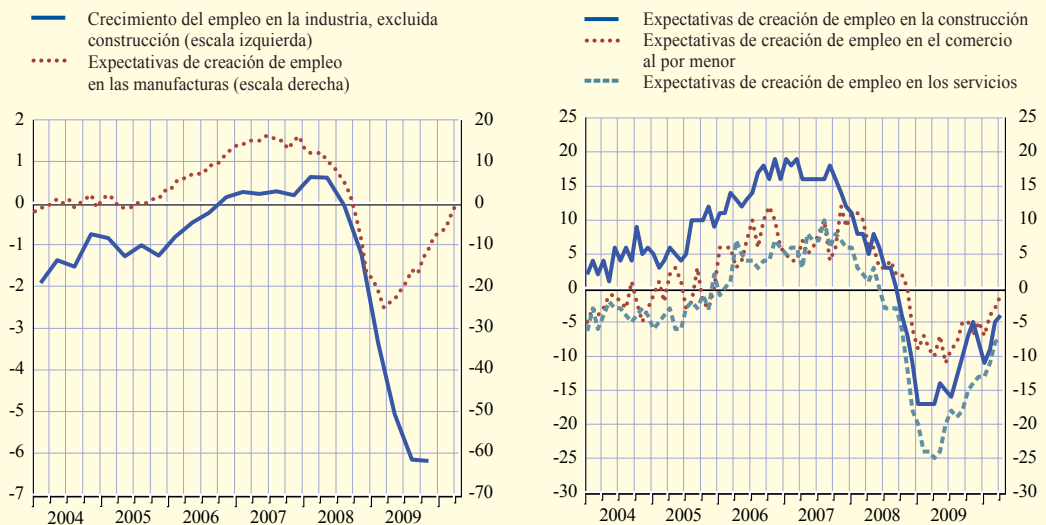
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

tre de 2009, cayendo un 0,1% en tasa intertrimestral, aunque el agregado de este sector enmascara importantes diferencias entre los distintos subsectores. El empleo en el comercio y los transportes registró una fuerte reducción en el último trimestre del año, y cayó un 0,5%, frente al descenso del 0,2% observado en el tercer trimestre, mientras que la contracción del empleo en los servicios financieros y empresariales mostró una considerable moderación, descendiendo un 0,1% en el cuarto trimestre, frente a la caída del 0,5% en el tercer trimestre (véase cuadro 6 y gráfico 30). Por vez primera, Eurostat publicó datos trimestrales sobre las horas trabajadas en la zona del euro. Estos datos muestran las primeras señales de crecimiento positivo desde junio de 2008 en el número total de horas trabajadas en la zona del euro. La cifra agregada para la zona del euro, un incremento del 0,2%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2009, oculta una reducción del total de horas trabajadas en las manufacturas, que se

Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

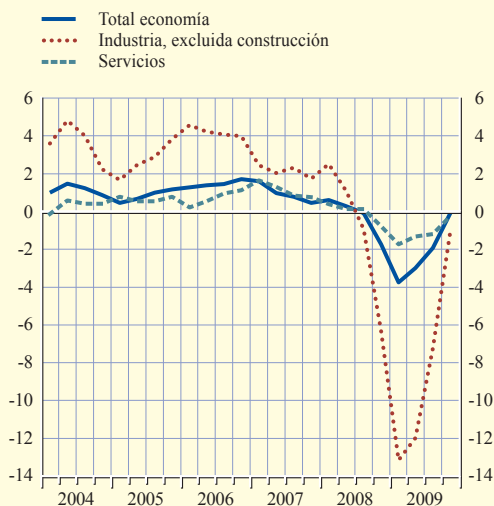


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

Gráfico 31 Productividad del trabajo

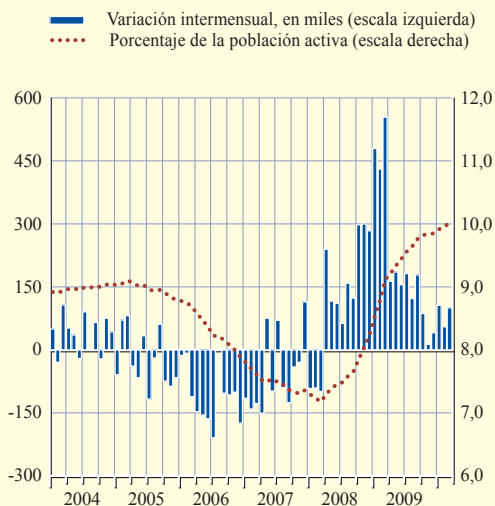
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 32 Desempleo

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

vio compensado con un mayor crecimiento de las horas trabajadas en el sector servicios, especialmente en el subsector de servicios financieros y empresariales, así como en la administración pública.

Junto con la recuperación registrada en el crecimiento del producto de la zona del euro, la destrucción de empleo observada en los últimos trimestres ha contribuido a que se produzca una inflexión en el descenso de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como el producto por asalariado) mejoró de nuevo en el último trimestre de 2009, descendiendo un 0,1%, lo que supone una importante mejora en relación con la caída del 1,9% observada en el trimestre anterior y con la extraordinaria contracción registrada en el primer trimestre del año (véase gráfico 31). La evolución de la productividad por hora trabajada ha mostrado un patrón similar, y concretamente en el último trimestre de 2009 se ha registrado su primer valor positivo (del 0,3%) desde el tercer trimestre de 2008.

Tras una interrupción temporal en torno al cambio de año, la tasa de desempleo en la zona del euro se incrementó hasta el 10% en el primer trimestre de 2010, desde el 9,9% del último trimestre de 2009 (véase gráfico 32). La tasa de paro de la zona se sitúa actualmente en el nivel más alto registrado desde agosto de 1998. De cara al futuro, los indicadores de opinión han mejorado con respecto a sus mínimos, pero siguen sugiriendo que es probable que en los próximos meses se produzca un nuevo aumento del desempleo, aunque a un ritmo menor que el observado en 2009.

4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Se espera que el PIB real de la zona del euro continúe creciendo a un ritmo moderado, pero el patrón de crecimiento podría ser desigual, en un entorno marcado por una incertidumbre inusualmente elevada. La recuperación que se está registrando actualmente a escala mundial, y su efecto sobre la demanda de

exportaciones de la zona del euro, debería respaldar a la economía de la zona. Al mismo tiempo, es de prever que la crisis financiera tenga un efecto moderador sobre el crecimiento económico, dado el proceso de ajuste de los balances que está teniendo lugar en varios sectores, las expectativas de bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y las débiles perspectivas del mercado de trabajo.

Se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas de la actividad económica están prácticamente equilibrados. Por una parte, la economía mundial y el comercio exterior podrían recuperarse con más intensidad de lo previsto y la confianza podría mejorar más de lo esperado, resultando en una recuperación autosostenida. Por otra, sigue preocupando que se recrudezcan las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros. Además, la situación podría complicarse por la posibilidad de que se produzca una espiral negativa 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 corrección de los desequilibrios mundiales se realice de forma desordenada.

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

5.1 TIPOS DE CAMBIO

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, el euro se depreció un 4,5% en términos nominales, situándose aún más por debajo de la media registrada en 2009. La depreciación del euro fue generalizada.

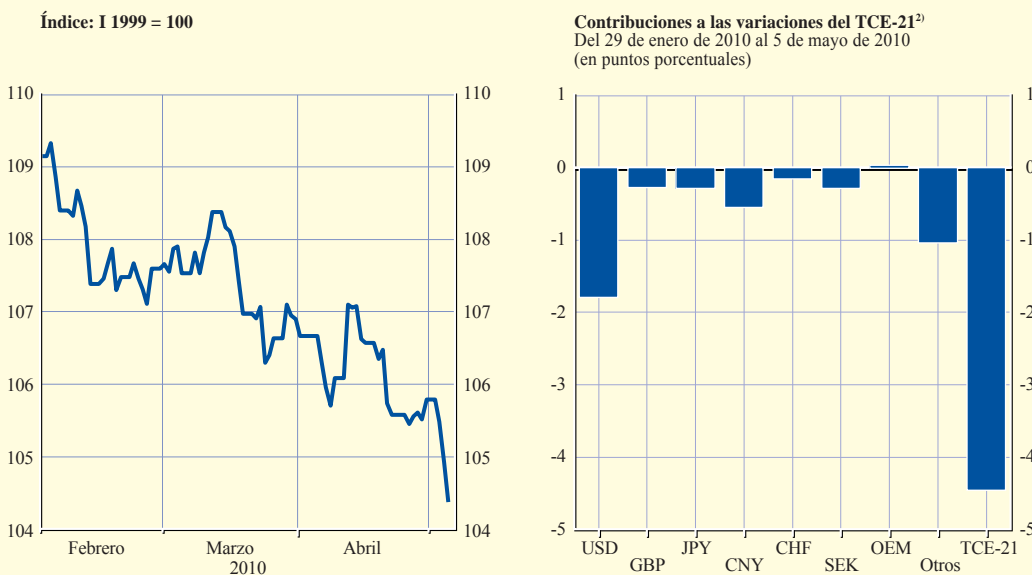
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 5 de mayo, 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 situaba un 4,5% por debajo del nivel observado a finales de enero y un 6,6% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La depreciación del euro fue generalizada y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a otras principales monedas.

En el recuadro 11, se examina la evidencia disponible sobre la transmisión de los tipos de cambio a los precios de las exportaciones a países de fuera de la zona del euro en el contexto de los movimientos del tipo de cambio efectivo de la moneda única en 2009 y principios de 2010.

Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes¹⁾

(datos diarios)



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.

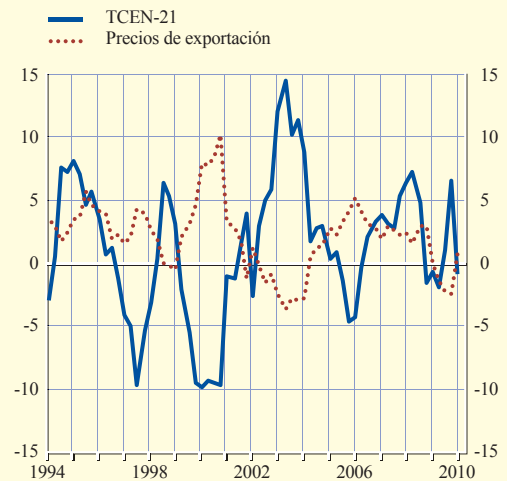
PRECIOS DE LAS EXPORTACIONES FUERA DE LA ZONA DEL EURO Y TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

En 2009, los precios de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro estuvieron sujetos a una notable presión a la baja derivada de las condiciones económicas imperantes a nivel nacional y mundial. El exceso de capacidad productiva a escala mundial, así como la evolución de los costes de los bienes intermedios dieron lugar a un descenso de los precios de exportación de la zona del euro. A comienzos de 2010, la tasa de variación interanual de los precios de exportación volvió a ser positiva, debido en parte a efectos de base (véase gráfico). Aparte de la evolución de los costes de los bienes intermedios y de la demanda exterior, las amplias fluctuaciones de los tipos de cambio también influyeron en los precios de exportación. En este contexto, se examina a continuación el impacto de los movimientos de los tipos de cambio en los precios de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro.

La evidencia empírica muestra que la transmisión de los tipos de cambio a los precios de exportación suele ser incompleta. En otras palabras, los precios de exportación expresados en la moneda del país productor no fluctúan exactamente al compás de los tipos de cambio. En la zona del euro, la transmisión de los tipos de cambio a los precios de las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona asciende, en términos de euros, a un 40%-50%, registrándose la mayor parte del impacto durante el primer año. Por ejemplo, una apreciación del euro del 10% en términos efectivos nominales se traduce en un descenso de los precios de exportación del 4% al 5%, en euros y en un aumento del 5% al 6% en moneda extranjera, como se refleja en el gráfico, en el que puede observarse que una apreciación del euro en términos efectivos nominales tiende a asociarse con un menor crecimiento interanual de los precios de exportación en términos de euros¹. Los exportadores tratan de absorber parte del impacto de una apreciación del euro en sus precios de exportación en moneda extranjera reduciendo sus márgenes de beneficio, a fin de reducir también la pérdida de competitividad en términos de precios. Al mismo tiempo, las depreciaciones permiten a los exportadores ampliar dichos márgenes elevando los precios (en euros) al tiempo que disfrutaban de un aumento de su competitividad en términos de precios en moneda extranjera.

Precios de las exportaciones de bienes fuera de la zona del euro y tipo de cambio efectivo nominal (TCEN-21) del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: Los precios de exportación se miden en valores unitarios (en términos de euros).

Para el período 1994-1999, los valores unitarios corresponden al agregado de los 12 países de la zona del euro. Los precios de exportación del primer trimestre de 2010 se basan en los datos correspondientes a enero de 2010.

¹ Véase también R. Anderton y F. di Mauro, «The external dimension of the euro area: stylised facts and initial findings», en F. di Mauro y R. Anderton (eds.), *The external dimension of the euro area*, Cambridge University Press, 2007, y H. Faruqee, «Exchange rate pass-through in the euro area», IMF Staff Papers, Vol. 53, n.º 1, 2006.

El grado de transmisión viene determinado por diversos factores. En el corto plazo, el comportamiento de los precios de exportación se ve afectado por la elección de la moneda de facturación. Si un contrato se factura en la moneda del productor, la transmisión del tipo de cambio es, normalmente, menor. Además, una elevada elasticidad-precio de la demanda de exportaciones —que corresponde a un alto grado de sustituibilidad de los bienes exportados— supone que las pequeñas variaciones de los precios tendrán un fuerte impacto sobre las ventas al exterior, lo que dificulta la posibilidad de elevar los precios en moneda extranjera en respuesta a una apreciación del tipo de cambio.

La elasticidad-precio de la demanda de exportaciones varía según las categorías de productos. Tiende a ser más alta en el caso de los bienes normalizados de baja tecnología (por ejemplo, algunos bienes intermedios y de consumo), que pueden sustituirse más fácilmente, y más baja para los bienes de alta tecnología (como los bienes de equipo). Como resultado, la transmisión de los efectos de los tipos de cambio podría ser de diferente intensidad en función de esas categorías. En otras palabras, los precios de exportación de los bienes de baja tecnología en la moneda del productor podrían reaccionar de forma más acusada frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio, dado que los precios correspondientes en moneda extranjera podrían seguir estrategias de fijación de precios según el mercado. La evidencia empírica parece corroborar este principio². Las diferencias en la transmisión de los tipos de cambio dependiendo de la categoría de los bienes suponen que la transmisión en términos agregados puede variar según la composición de las exportaciones.

Los movimientos de los tipos de cambio también pueden afectar a los precios de exportación a través de los costes, especialmente cuando el contenido en importaciones de las exportaciones es elevado. Dado que dicho contenido ha aumentado significativamente con el tiempo, debido en parte a la fragmentación internacional de la producción y al uso cada vez mayor de bienes intermedios importados, cabría esperar que las importaciones fueran un componente cada vez más importante de los costes de los exportadores³. En ese caso, una apreciación del euro reduciría en mayor medida dichos costes y permitiría que los precios de exportación (en euros) fuesen más bajos.

En resumen, son varios los factores que pueden afectar al grado de transmisión de los tipos de cambio a los precios de exportación. Aunque, en el caso de los precios de las exportaciones fuera de la zona del euro esa transmisión es incompleta, incluso en el largo plazo, sigue siendo significativa. En general, una apreciación del tipo de cambio se asocia a una menor presión sobre los precios de exportación en euros de la zona del euro, dado que los márgenes de beneficio se reducen a fin de atenuar la pérdida de competitividad en términos de precios. De lo que se deduce que las fluctuaciones de los tipos de cambio podrían haber contribuido a la moderada evolución de los precios de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro en 2009, especialmente tras la apreciación de la moneda única en el segundo semestre del año. De la misma manera, el reciente incremento de los precios de exportación (en euros) podría reflejar, en parte, la depreciación del euro que se inició a finales de 2009.

2 Véase G. Gaulier, A. Lahrière-Révil e I. Méjean, «Structural determinants of the exchange-rate pass-through», *CEPII Working Paper* 2006-03, 2006.

3 Para más información sobre el contenido en importaciones de las exportaciones y las diferencias correspondientes entre los distintos sectores, véase el recuadro 6 de «Competitiveness and the export performance of the euro area», *Occasional Paper Series* n.º 30, BCE 2005.

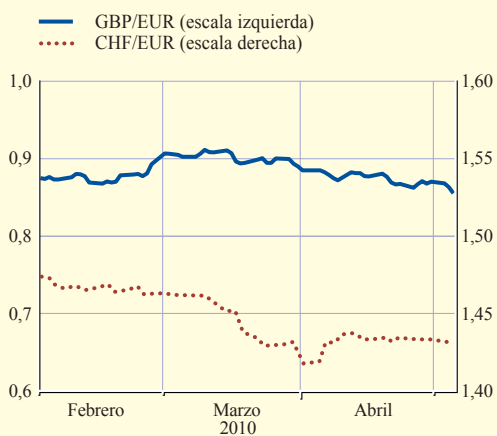
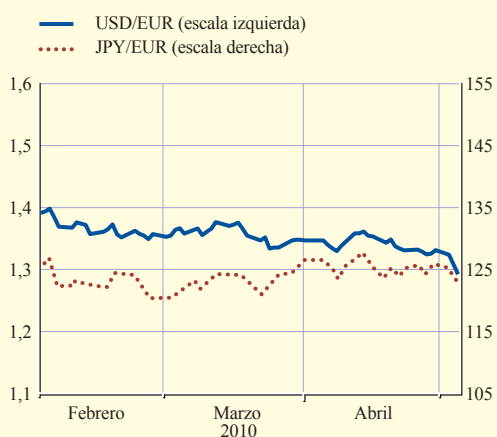
DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, revirtiendo en parte la apreciación registrada en 2009 (véase gráfico 34). Durante el mismo período aumentó la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas, especialmente en el horizonte de

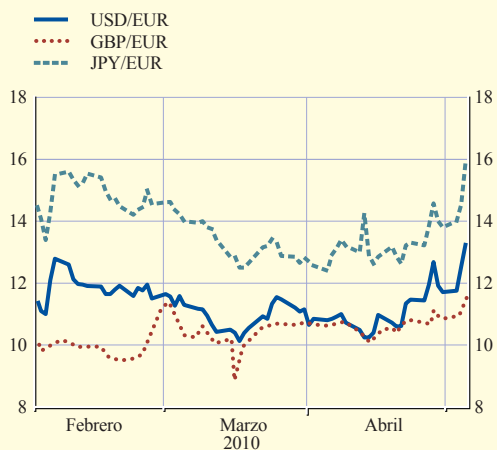
Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas

(datos diarios)

Tipos de cambio



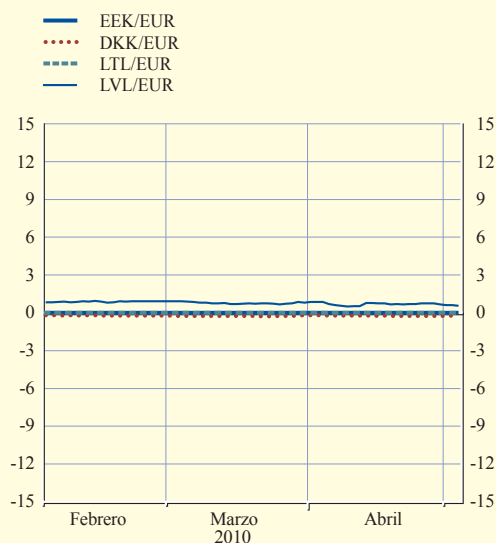
Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

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 de $\pm 2,25\%$; para todas las demás monedas, la banda de fluctuación estándar es de $\pm 15\%$.

corto plazo (véase gráfico 34). El 5 de mayo, el euro cotizaba a 1,29 dólares estadounidenses, un 7,5% por debajo del nivel de finales de enero y en torno a un 7,3% por debajo de la media de 2009.

YEN JAPONÉS/EURO

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, el euro se depreció frente al yen japonés. El 5 de mayo cotizaba a 122,7 yenes, es decir, un 2,8% por debajo del nivel de finales de enero y un 5,9% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período de tres meses aumentó la volatilidad implícita del tipo de cambio entre las dos monedas, especialmente en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 34).

MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE

En los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas

paridades (véase gráfico 35). Al mismo tiempo, 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, el euro se depreció ligeramente (un 1,3%) frente a la libra esterlina en los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo, cotizando en esa fecha a 0,85 libras. Al mismo tiempo, aumentó la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas, especialmente en el horizonte de corto plazo (véase gráfico 34). Durante el mismo período, el euro también se depreció frente a las monedas de otros Estados miembros de la UE, registrándose la depreciación más pronunciada frente a la corona sueca (5,8%).

OTRAS MONEDAS

El euro se depreció frente al franco suizo, registrando una caída de alrededor del 2,3% en los tres meses transcurridos hasta el 5 de mayo y, cotizando, en esa fecha, a 1,43 francos suizos. 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 del tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense. En este período, el euro siguió debilitándose frente a las principales monedas de países productores de materias primas, como el dólar canadiense (un 11%), el dólar australiano (un 8,9%) y la corona noruega (un 4,8%).

5.2 BALANZA DE PAGOS

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió recuperándose en el período de tres meses transcurrido hasta febrero. En ese mismo mes, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo a 41,5 mm de euros (alrededor del 0,4% del PIB). En la cuenta financiera, el descenso de las salidas netas de inversiones directas explica que el agregado de inversiones directas y de cartera registrase entradas netas hasta un total acumulado de 213,7 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero.

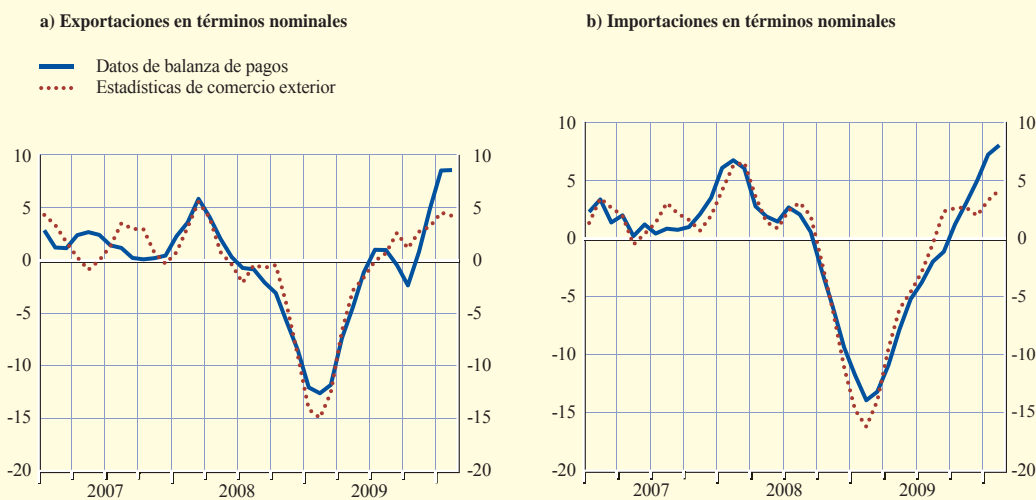
COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió recuperándose en el período de tres meses transcurrido hasta febrero, aunque el ritmo de crecimiento está sujeto a cierta incertidumbre. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes se incrementaron, en términos nominales, un 8,6% en tasa intertrimestral, tras un aumento del 8,5% en enero (revisado al alza desde el 4,4%). Por el contrario, las estadísticas de comercio exterior de Eurostat apuntan a una tasa de crecimiento del 4,2%, que, pese a ser sólida, resulta significativamente inferior (véase gráfico 36). La diferencia entre estas tasas tiene su origen, probablemente, en los métodos de desestacionalización empleados. Con todo, ambas fuentes de datos indican claramente que las exportaciones de bienes de la zona del euro siguieron recuperándose. El fortalecimiento de la demanda exterior de importaciones, debido en parte a factores transitorios como las medidas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias, fue el principal factor determinante de la expansión. No obstante, a los exportadores de la zona del euro también podría haberles beneficiado la mejora de la competitividad en términos de precios, como resultado de la depreciación del euro que se inició a finales de 2009.

Las importaciones nominales de bienes provenientes de fuera de la zona del euro también aumentaron en el período de tres meses transcurrido hasta febrero —un 8% en comparación con el período de tres meses precedente— conforme a las estadísticas de balanza de pagos. Una vez más, los datos de Eurostat muestran una tasa de crecimiento menor, del 4,2% (véase gráfico 36). Dado que a las empresas de la

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

(tasa de variación intertrimestral; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y BCE.

zona del euro les benefició el dinamismo de las ventas en los mercados de exportación, la mayor demanda de bienes intermedios importados por parte de estas empresas parece haber contrarrestado el efecto moderador de la depreciación del euro sobre la demanda interna de importaciones.

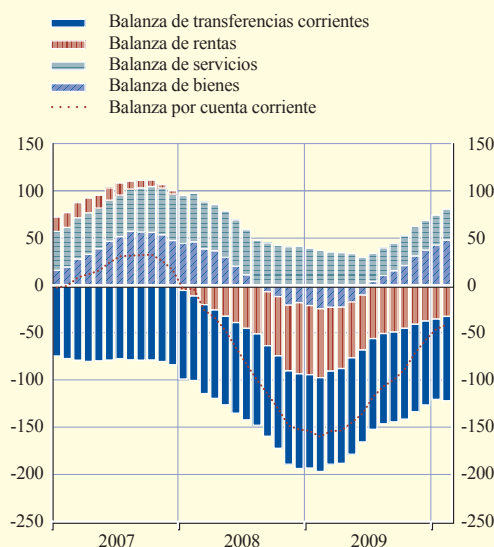
Al mismo tiempo, el crecimiento del comercio de servicios se redujo ligeramente por el lado de las exportaciones, hasta el 2,5% en febrero (en tasa intertrimestral). Tras el crecimiento positivo del 3% registrado en los tres meses transcurridos hasta enero, las importaciones de servicios disminuyeron un 0,2% en febrero (véase cuadro 7), lo que refleja una recuperación desigual en la zona del euro.

Por lo que respecta a la balanza por cuenta corriente, la zona del euro registró un déficit acumulado de 41,5 mm de euros en el año transcurrido hasta febrero (alrededor del 0,4% del PIB), aproximadamente una cuarta parte de la cifra contabilizada un año antes (véase gráfico 37). Esta evolución refleja, principalmente, un cambio de signo, de déficit a superávit, de la balanza de bienes y un descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, que se contrarrestaron, en parte, con una reducción del superávit del comercio de servicios.

De cara al futuro, los indicadores disponibles sugieren que la recuperación de las exportaciones de

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)



Fuente: BCE.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	2010		Media móvil de tres meses hasta			Cifras acumuladas de 12 meses hasta		
	2010 Ene	2010 Feb	2009 May	2009 Ago	2009 Nov	2010 Feb	2009 Feb	2010 Feb
<i>mm de euros</i>								
Cuenta corriente	-1,7	-3,9	-5,6	-1,7	-4,6	-1,9	-160,3	-41,5
Bienes	2,4	5,5	2,6	5,6	3,5	4,3	-24,8	48,1
Exportaciones	117,1	118,9	105,5	106,5	107,4	116,6	1.518,7	1.307,6
Importaciones	114,6	113,4	102,9	100,8	103,9	112,2	1.543,5	1.259,5
Servicios	3,1	3,2	2,5	2,0	2,7	3,7	36,6	32,5
Exportaciones	39,3	38,9	39,5	38,1	38,7	39,6	511,8	468,0
Importaciones	36,2	35,6	37,1	36,1	36,0	36,0	475,2	435,5
Rentas	-2,2	-1,4	-2,2	-3,0	-3,5	-2,3	-72,9	-32,9
Transferencias corrientes	-5,0	-11,3	-8,5	-6,4	-7,2	-7,6	-99,3	-89,1
Cuenta financiera ¹⁾	14,5	7,2	12,8	-15,6	7,3	4,5	183,9	27,0
Total inversiones directas y de cartera netas	-3,8	10,9	26,5	8,6	12,6	23,6	149,2	213,7
Inversiones directas netas	-3,1	0,2	-0,8	-5,3	-14,4	-0,1	-194,8	-61,6
Inversiones de cartera netas	-0,7	10,7	27,3	13,8	27,0	23,7	344,0	275,3
Acciones y participaciones	21,2	1,3	5,3	33,7	-17,8	23,6	-106,7	134,1
Valores distintos de acciones	-21,9	9,4	22,0	-19,8	44,8	0,1	450,6	141,3
Bonos y obligaciones	-12,4	5,3	14,3	-33,9	24,7	-0,3	216,2	14,5
Instrumentos del mercado monetario	-9,5	4,1	7,7	14,1	20,1	0,4	234,4	126,8
Otras inversiones netas	11,7	0,9	-22,4	-22,1	-6,9	-22,4	50,4	-216,3
<i>Tasas de variación sobre el período anterior</i>								
Bienes y servicios								
Exportaciones	1,3	0,9	-4,2	-0,3	1,0	7,0	-0,8	-12,6
Importaciones	4,3	-1,2	-6,4	-2,1	2,1	5,9	3,5	-16,0
Bienes								
Exportaciones	3,0	1,6	-4,5	1,0	0,8	8,6	-1,7	-13,9
Importaciones	5,6	-1,1	-7,8	-2,0	3,0	8,0	3,0	-18,4
Servicios								
Exportaciones	-3,5	-1,2	-3,6	-3,6	1,5	2,5	1,9	-8,6
Importaciones	0,6	-1,6	-2,1	-2,5	-0,3	-0,2	5,3	-8,4

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.

bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuará en el corto plazo. El índice de carteras de pedidos exteriores de la encuesta a los directores de compras del sector manufacturero de la zona del euro prácticamente no experimentó variaciones en abril y se mantuvo en el máximo registrado en los diez últimos años. No obstante, cabría esperar cierta pérdida de impulso a medida que se desvanezca el impacto de los factores transitorios que respaldan la demanda exterior.

CUENTA FINANCIERA

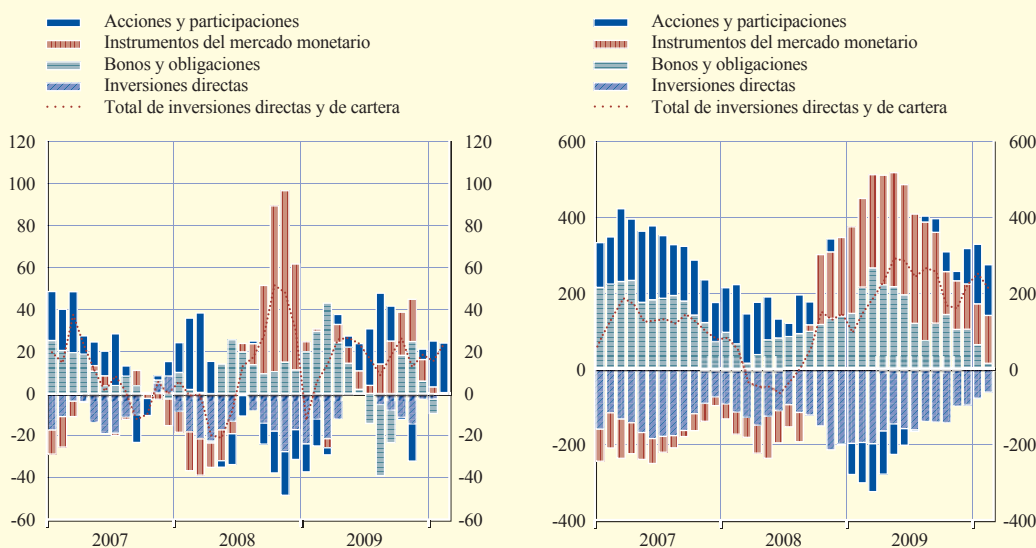
En el año transcurrido hasta febrero, la zona del euro registró entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera por importe de 213,7 mm de euros, en comparación con unas entradas netas de 149,2 mm de euros un año antes (véase gráfico 38). Este incremento se debió, principalmente, al descenso de las salidas netas de inversiones directas, atribuible, en gran medida, al aumento sostenido de las inversiones directas en la zona del euro realizadas por no residentes.

Al mismo tiempo, en el período de doce meses transcurrido hasta febrero, la zona del euro registró menores entradas netas de inversiones de cartera que en el mismo período un año antes. El significativo descenso de las entradas netas de valores distintos de acciones, en particular de bonos y obligaciones,

Gráfico 38 Principales partidas de la cuenta financiera

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

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



Fuente: BCE.

contrarrestó sobradamente el cambio de signo, de salidas netas a entradas netas, en la rúbrica de acciones y participaciones. Dicho descenso refleja, en parte, un renovado apetito por el riesgo, por parte de los inversores internacionales, tras la reorientación de las carteras hacia los valores distintos de acciones en detrimento de las acciones y participaciones durante la crisis financiera (véase también recuadro 12).

Recuadro 12

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA DE LA ZONA DEL EURO

A partir de los nuevos datos compilados, publicados recientemente por el BCE, se examina, a continuación, la evolución reciente del nivel y la composición de la deuda externa bruta de la zona del euro, comparándola con la de otras grandes economías avanzadas¹. Como puede observarse, las posiciones de deuda externa bruta de las principales economías avanzadas han aumentado considerablemente desde el inicio de la crisis financiera en el verano de 2007. En la zona del euro, por ejemplo, la deuda externa bruta total frente al resto del mundo aumentó 15 puntos porcentuales en el período comprendido entre finales de 2006 y finales de 2009, hasta el 116,5% del PIB (véase cuadro). De la misma manera, la deuda externa bruta se incrementó en la mayoría de las otras economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Japón. Una notable excepción fue Suiza, que registró un ligero descenso de su deuda externa bruta en comparación con 2006.

¹ Véase nota de prensa del BCE titulada «Balanza de pagos de la zona del euro, febrero de 2010, y posición de inversión internacional a finales de 2009» del 20 de abril de 2010 y cuadro 7.3.8 de la sección «Estadísticas de la zona del euro» del presente Boletín Mensual.

La deuda externa bruta de una economía representa el saldo vivo de sus pasivos corrientes efectivos (es decir, no contingentes) que exigen el pago de intereses o principal a inversores extranjeros. Esos pasivos incluyen activos de deuda tales como bonos y obligaciones, instrumentos del mercado monetario, préstamos y depósitos en divisas, así como créditos comerciales y anticipos a pagar a no residentes. Para el conjunto de la zona del euro, el saldo de la deuda externa bruta excluye las tenencias de deuda en poder de residentes en otros países de la zona. Estas tenencias de deuda entre países de la zona representan alrededor de un tercio de la deuda externa bruta total no consolidada de todos los países de la zona. Como resultado, las ratios de deuda externa bruta respecto al PIB de cada uno de los países de la zona del euro son, en general, más elevadas que la ratio agregada de la zona en su conjunto.

Parte del incremento de la deuda externa bruta en las principales economías avanzadas en el período comprendido entre 2006 y 2009 refleja el aumento del endeudamiento de muchos gobiernos como resultado de la crisis financiera. Durante este período, la deuda externa bruta del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro aumentó 8,3 puntos porcentuales del PIB, hasta situarse en torno al 21,3% del PIB a finales de 2009 (véase cuadro). En Estados Unidos, el incremento fue más pronunciado (9,5 puntos porcentuales del PIB); además, la deuda externa bruta de las Administraciones Públicas a finales de 2009 era más elevada que en la zona del euro: un 26% del PIB. El incremento de las posiciones de deuda externa bruta de las Administraciones Públicas en las principales economías avanzadas entre 2006 y 2009 también podría reflejar una redistribución de la cartera por parte de los inversores que habría favorecido a la renta fija en detrimento de la renta variable en un contexto de mayor aversión al riesgo a escala mundial.

Por lo que respecta a la composición de la deuda externa bruta de la zona del euro por tipo de instrumento, los valores de renta fija con plazo a la emisión superior a un año y los préstamos entre entidades relacionadas representaban casi la mitad de la deuda externa bruta total a finales de 2009. Además, unas dos terceras partes de los valores de renta fija a largo plazo en poder de no residentes estaban denominados en euros, como resultado, en parte, de la fuerte demanda externa de valores denominados en euros, incluida la realizada a efectos de mantenimiento de reservas internacionales. La denominación en euros elimina el riesgo cambiario asociado a la emisión de deuda por residentes en la zona del euro².

Es importante señalar que la deuda externa bruta per se solo capta una dimensión de la exposición de las economías a los acreedores externos. En efecto, la posición de deuda externa neta, obtenida por diferencia entre los activos y los pasivos de la deuda externa bruta, proporciona información adicional respecto a la (re)financiación y la sostenibilidad de la deuda externa de una economía. La posición de deuda externa neta de la zona del euro a finales de 2008 (alrededor del 14,6% del PIB) era notablemente inferior a su posición bruta y se situaba muy por debajo de las posiciones netas de Estados Unidos y Reino Unido. Los países cuyo sector financiero es relativamente grande y desempeña un papel importante a escala internacional, como Reino Unido y Suiza, tienden a registrar elevados niveles de deuda externa bruta. No obstante, el sector financiero de esos países también suele contener un gran volumen de activos en forma de valores de renta fija transfronterizos, lo que significa que el nivel de deuda externa neta es sustancialmente más bajo. En este contexto, los pagos netos de intereses (es decir, los pagos de intereses menos los ingresos de intereses derivados de las posiciones de deuda) son un factor crucial, en la medida en que indican qué parte del ingreso generado por una economía en un año debe reservarse para hacer frente a los costes de la deuda externa neta. Los pagos netos de intereses de la zona del euro ascendieron al 0,2% del PIB en 2008 (y también en 2009), cifra significativamente inferior a los pagos netos de intereses del 1,5% del PIB y del 1,6% del PIB que registraron, respectivamente, Estados Unidos y Reino Unido (véase cuadro).

2 Para más información sobre los valores denominados en euros, véase «El papel internacional del euro», BCE, julio de 2009.

Indicadores de la deuda externa de algunas economías

(porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009
Deuda externa bruta				
Canadá	54,3	56,5	52,1	70,4
Japón	34,7	40,4	45,6	42,0
Suiza	266,2	334,6	245,9	245,0
Reino Unido	378,2	402,1	339,3	419,2
Estados Unidos	83,6	95,4	95,2	96,6
Zona del euro	101,5	110,8	118,2	116,5
Deuda externa bruta de las Administraciones Públicas				
Canadá	11,3	10,3	9,4	15,3
Japón	9,5	13,8	14,6	13,3
Suiza	7,1	6,1	4,5	3,9
Reino Unido	11,5	12,1	12,2	18,4
Estados Unidos	16,5	17,4	21,5	26,0
Zona del euro	13,0	13,8	18,3	21,3
Deuda externa neta				
Canadá	21,4	20,7	18,2	-
Japón	-50,6	-55,7	-48,4	-
Suiza	-130,1	-143,3	-115,8	-
Reino Unido	70,3	60,3	44,4	-
Estados Unidos	42,6	49,6	52,5	-
Zona del euro	6,4	6,6	14,6	12,6
Pagos netos de intereses				
Canadá	1,4	1,4	1,2	1,2
Japón	-1,9	-2,3	-2,2	-
Suiza	-2,7	-3,1	-3,0	-
Reino Unido	1,7	1,9	1,6	-
Estados Unidos	1,3	1,5	1,5	-
Zona del euro	0,0	0,1	0,2	0,2

Fuentes: BCE, FMI y cálculos de los expertos del BCE.

En resumen, la crisis financiera mundial se produjo en el contexto de un aumento de la deuda externa bruta de la mayoría de las economías avanzadas, incluida la zona del euro. Este aumento tuvo, en parte, su origen en un incremento de las necesidades de financiación de los gobiernos como resultado de la crisis financiera, pero también como consecuencia de la mayor aversión al riesgo entre los inversores a escala mundial.

En conjunto, en el período de doce meses transcurrido hasta febrero, la zona del euro registró un descenso de las entradas netas en la cuenta financiera hasta 27 mm de euros (véase cuadro 7). El aumento de las entradas netas en el agregado de inversiones directas y de cartera quedó sobradamente contrarrestado por un cambio de signo, de entradas netas a salidas netas, en la partida «otras inversiones», que comprende principalmente préstamos y depósitos. El proceso de desapalancamiento transfronterizo de los sectores bancario y no bancario prosiguió, aunque a un ritmo más lento, en un contexto de amplias reestructuraciones de los balances por parte de las empresas y los hogares.

En cuanto a la evolución más reciente, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, entradas netas mensuales por importe de 23,6 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta febrero, en comparación con unas entradas netas de 12,6 mm de euros en el período de tres meses precedente (véase gráfico 38). Este aumento tiene relación, principalmente, con el descenso de las salidas netas de inversiones directas.

ARTÍCULOS

TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA DEL EURO UN DECENIO DESPUÉS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO



Al eliminar los riesgos asociados a las fluctuaciones de los tipos de cambio dentro de la zona del euro y tener un banco central con el mandato expreso de mantener la estabilidad de precios en el medio plazo, la introducción del euro ha realizado una contribución fundamental al anclaje más firme de las expectativas de inflación en el conjunto de la zona del euro y a la estabilización más eficaz de la evolución económica y de los precios.

Al mismo tiempo, es probable que, durante los diez últimos años, una serie de factores adicionales, relacionados principalmente con cambios en el sector financiero hayan influido en la transmisión de la política monetaria en la zona del euro. Los primeros diez años de la unión monetaria coincidieron con un intenso proceso de innovación financiera. El hecho de que los bancos pudieran titular fácilmente parte de sus carteras crediticias y de que hayan demostrado ser cada vez más capaces de obtener financiación directa en los mercados financieros ha tenido como consecuencia que el canal del crédito bancario de la política monetaria sea menos eficaz en épocas normales. Además, la aparición de la titulización y, en general, la mayor capacidad de los bancos para transferir el riesgo de crédito también ha dado lugar a que estos asuman más riesgos, con frecuencia excesivos, como demuestra la relajación de los criterios para la aprobación del crédito y la proliferación de estructuras financieras complejas. Estas transformaciones del sistema financiero podrían haber ampliado, de hecho, el impacto de la política monetaria, en particular en lo que se refiere a su efecto sobre las actitudes frente al riesgo en el sistema financiero. La posible intensificación de este canal de transmisión ha supuesto un desafío para la ejecución de la política monetaria, ya que el objetivo primordial de esta política es la estabilidad de precios. Aunque todos estos cambios son importantes si se toman aisladamente, es posible que sus efectos sobre el mecanismo de transmisión se hayan compensado unos con otros. De hecho, la evidencia empírica disponible a nivel agregado sugiere que la dinámica de corto a medio plazo del producto real y de la inflación en respuesta a cambios en la política monetaria no se ha visto básicamente alterada.

Durante el reciente episodio de turbulencias financieras, se puso de manifiesto que, para que el canal de transmisión de tipos de interés siguiera estando operativo, era necesario introducir a su debido tiempo medidas de política monetaria no convencionales. La evidencia disponible indica que estas políticas han sido efectivas en ese sentido. De cara al futuro, los esfuerzos desplegados actualmente para mejorar los marcos regulatorio y supervisor y la capacidad de resistencia del sistema financiero ocasionarán, probablemente, ciertos cambios en la transmisión de la política monetaria al reducir el riesgo sistémico y, por tanto, contener las fluctuaciones macroeconómicas. Aunque en la coyuntura actual resulta muy difícil evaluar el carácter y la extensión de los posibles cambios en la transmisión de la política monetaria, las propuestas en materia de regulación para que los bancos tengan unas ratios de capital y una gestión de la liquidez más prudentes deberían moderar el comportamiento de las entidades favorable a la asunción de riesgos a lo largo del ciclo económico, reduciendo así la magnitud de los mecanismos de aceleración impulsados por la situación financiera. Es aconsejable efectuar un seguimiento de estos cambios en materia de regulación y su impacto en la economía en su conjunto y, en particular, en el mecanismo de transmisión.

I INTRODUCCIÓN

El Consejo de Gobierno del BCE es responsable de tomar las decisiones de política monetaria encaminadas a lograr la estabilidad de precios en el medio plazo. El mecanismo de transmisión de la política

monetaria se refiere al proceso a través del cual estas decisiones afectan a la economía en general y al nivel de precios en particular. En un marco muy simplificado, la política monetaria se transmite, a través de la intervención de los bancos centrales en los mercados monetarios, a los tipos de interés de

los préstamos y los depósitos que aplican las entidades de crédito a su clientela. Posteriormente, las variaciones de estos tipos de interés influyen en las decisiones sobre el consumo y la inversión, que, a su vez, determinan en última instancia el nivel de precios. Este canal, que se conoce habitualmente como canal de tipos de interés, puede complementarse con efectos adicionales de la política monetaria sobre el comportamiento de las entidades de crédito, el tipo de cambio y las expectativas de los agentes, entre otras variables¹.

En 1999, el Eurosistema creó una red de investigación para el estudio de la transmisión de la política monetaria, denominada Monetary Transmission Network (MTN, en sus siglas en inglés). Esta red reunió un conjunto exhaustivo de trabajos acerca de cómo las decisiones de política monetaria del BCE estaban afectando a la entonces recién establecida zona del euro, proporcionando con ello una panorámica completa de la información relativa al mecanismo de transmisión disponible en aquel momento². Sus principales conclusiones se resumen a continuación. La política monetaria influye en la economía principalmente a través del canal de tipos de interés: se observó que un endurecimiento de la política monetaria provocaba una disminución transitoria del producto, estimándose que alcanzaba su máximo entre uno y dos años después de que se modificara la política monetaria. Los precios descendían gradualmente, ya que respondían de modo mucho más lento que el producto a los cambios registrados en la política monetaria. Aparte de estos efectos agregados, y en línea con el canal del crédito de la política monetaria, se constató que las variaciones de los tipos de interés podían afectar también a la actividad económica a través de su efecto sobre los flujos de caja de las empresas y la oferta de crédito bancario. Se observó que la oferta de crédito bancario estaba relacionada principalmente con el impacto de estas variaciones en la disponibilidad de liquidez, mientras que otros canales, tales como el posible papel del capital bancario en la transmisión de la política monetaria no se consideraron significativos.

Desde que esta red llevó a cabo este estudio, se han producido en la economía mundial y de la

zona del euro cuatro acontecimientos de importancia, que es probable que hayan influido en la transmisión de la política monetaria. El primero es el proceso ininterrumpido de reformas estructurales, sobre todo en los mercados de trabajo y de productos, que se ha observado en la zona del euro desde su creación. El segundo, la introducción del propio euro, que generó cambios fundamentales, sobre todo la eliminación de los riesgos asociados a las fluctuaciones de los tipos de cambio dentro de la zona del euro y la centralización de las decisiones de política monetaria en representación de todos los países de la zona del euro. El tercero se refiere al rápido ritmo de innovación financiera, así como a las significativas modificaciones que se han producido en el marco regulatorio que rige a las entidades de crédito. La innovación financiera se ha plasmado, en particular, en el uso generalizado de la titulización y de los nuevos instrumentos financieros para gestionar los riesgos. Por último, la reciente crisis financiera representó una grave amenaza para el funcionamiento adecuado del mecanismo de transmisión.

Aparte de estos acontecimientos, los métodos de investigación han progresado considerablemente en el último decenio: en el campo de la transmisión de la política monetaria se han estudiado nuevas áreas, como el «canal de asunción de riesgos» de la política monetaria, y se dispone ahora de conjuntos de datos más nuevos y precisos. El cambio más evidente a este respecto es la disponibilidad de más de diez años de datos genuinos relativos a la zona del euro, en contraposición con los datos utilizados en los trabajos de la MTN, que se basaban en datos nacionales agregados anteriores a la creación de la UEM.

Así pues, el objetivo de este artículo es documentar lo que se ha aprendido durante la pasada década y evaluar cómo y hasta qué punto la transmi-

1 Para una descripción detallada de los distintos canales por los que la política monetaria puede influir en la economía y en el nivel de precios, véase el artículo titulado «La transmisión de la política monetaria en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio de 2000.

2 Véase el sitio web de la red de transmisión de la política monetaria (*Monetary Transmission Network*) en http://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher_mtn.en.html.

sión de la política monetaria en la zona del euro ha podido cambiar con respecto a los resultados de la MTN³. Para ello, en las tres secciones siguientes se analizan las reformas estructurales en los mercados de trabajo de la zona del euro, la introducción del nuevo régimen monetario y el proceso de innovación financiera y regulación bancaria. En la sección 5 se analiza el efecto general de estos factores sobre el mecanismo de transmisión. En la sección 6 se examinan los cambios ocurridos en el mecanismo de transmisión como consecuencia de la crisis financiera. Por último, en la sección 7 se presentan las conclusiones y se comentan las posibles modificaciones en la transmisión de la política monetaria que pueden esperarse del nuevo marco regulatorio que se está debatiendo en estos momentos.

2 REFORMAS ESTRUCTURALES EN LOS MERCADOS DE TRABAJO Y RESPUESTA DE LOS SALARIOS REALES A PERTURBACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La puesta en marcha de las reformas tan necesarias en los mercados de trabajo y de productos formó parte de las directrices propuestas en la agenda de Lisboa para promover una economía competitiva y basada en el conocimiento. Los avances realizados en materia de reformas estructurales desde la introducción del euro se materializaron, antes de la desaceleración económica, en un fuerte crecimiento del empleo y en niveles de desempleo muy bajos, en términos históricos, en muchos países de la zona del euro. Es importante mencionar que las reformas en los mercados de trabajo y de productos que afectan a la reducción de las rigideces nominales tienen un efecto crucial en la ejecución de la política monetaria.

Según las predicciones de los modelos convencionales, en un modelo en el que la rigidez salarial constituye la fricción dominante, los salarios reales deberían caer en respuesta a una perturbación de política monetaria de carácter expansivo, ya que las perturbaciones de demanda provocan un aumento de los precios y del producto. En un modelo con un mercado de trabajo no walrasiano y

unos salarios nominales rígidos, la subida del nivel de precios resultante genera un descenso de los salarios reales. Por el contrario, en un modelo en el que la rigidez de los precios constituye la fricción dominante, las perturbaciones de política monetaria deberían tener el efecto opuesto sobre los salarios reales.

En un estudio anterior se constató una pequeña respuesta negativa de los salarios reales a las perturbaciones de política monetaria en la zona del euro⁴. Aunque en dicho estudio los intervalos de confianza eran amplios, este resultado sugería que, antes de la introducción del euro, la rigidez de los salarios podía haber sido la fricción dominante. Lo que resulta interesante es que en los estudios que han repetido el ejercicio utilizando datos más recientes y una mejor metodología se ha observado que el signo de la respuesta podría haber cambiado. Dos estudios, en concreto, llegaron a la conclusión de que los salarios reales aumentaban en respuesta a perturbaciones de política monetaria de carácter expansivo^{5, 6}. Este cambio en la respuesta de los salarios reales podría indicar, por lo tanto, que, con los años, la importancia relativa de la rigidez salarial puede haber descendido. Una posible explicación es que, a la luz de las reformas acometidas en los mercados de trabajo y de la globalización observada en las dos últimas décadas, los salarios reales han pasado a reaccionar con más intensidad a las condiciones cíclicas.

De conformidad con los modelos convencionales, un nivel más bajo de rigidez salarial da lugar a una política monetaria más eficaz⁷. En otras palabras,

- 3 A fin de entender las implicaciones que estos cuatro acontecimientos han tenido en la transmisión de la política monetaria, los días 28 y 29 de septiembre de 2009 el BCE organizó en Fráncfort del Meno un seminario titulado «Monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first ten years». Los artículos presentados en dicho seminario pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/moneymechanism.en.html>.
- 4 F. Smets y G. Peersman, «The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis», *Working Paper Series*, n.º 091, BCE, 2001.
- 5 A. McCallum y F. Smets, «Real wages and monetary policy transmission in the euro area», *Kiel Working Papers*, n.º 1360, 2007.
- 6 Véase también F. Smets y R. Wouters, «An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area», *Journal of the European Economic Association*, 1(5), 2003, pp. 1123-1175.
- 7 Véase K. Christoffel, K. Kuester y T. Linzert, «The role of labor markets for euro area monetary policy», *European Economic Review*, 53(8), 2009, pp. 908-936.

los cambios en la política monetaria se transmiten con más rapidez a la inflación, mientras que las fluctuaciones que generan en la actividad económica son menores.

No obstante, la evidencia empírica disponible sugiere que la rigidez salarial a la baja permanece como una característica clave de la zona del euro⁸. El impacto de este tipo de rigidez salarial sobre la transmisión general de la política monetaria constituye actualmente un área de investigación muy habitual⁹.

3 EL EFECTO DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La introducción del euro supuso un cambio estructural de gran envergadura que transformó la arquitectura financiera de Europa. La evidencia empírica disponible sugiere que ha tenido dos efectos de especial relevancia: en primer lugar, la eliminación de los riesgos asociados a los tipos de cambio dentro de la zona del euro y la posterior eliminación de la prima de riesgo cambiario, hecho que han fomentado la integración comercial y financiera de los países de la zona; y en segundo lugar, la introducción de un nuevo régimen monetario orientado firmemente al mantenimiento de la estabilidad de precios, que ha contribuido a un mejor anclaje de las expectativas de inflación en la zona del euro.

LA ELIMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO DENTRO DE LA ZONA DEL EURO

La eliminación de los tipos de cambio dentro de la zona del euro fue, tal vez, la consecuencia más inmediata de la introducción del euro. El mecanismo monetario anterior permitía la realineación bilateral frente a la moneda ancla. Como consecuencia, los cambios acaecidos en los tipos de interés del país ancla se solían asociar a los efectos diferenciales sobre los tipos de cambio y los tipos de interés internos de los países pertenecientes al MTC. Con la fijación irrevocable de los tipos de cambio y la política monetaria única, este fenómeno se ha eliminado y, por tanto, el canal de tipos de cambio es más uniforme en todos los países¹⁰.

La eliminación de los riesgos de tipo de cambio dentro de la zona del euro ha supuesto una reducción de los costes de transacción y una mayor integración de los mercados de capitales. Si bien la magnitud exacta difiere de un estudio a otro, la mayoría de ellos confirma que el euro ha contribuido a un aumento significativo del comercio, cuyo efecto agregado se ha estimado en un intervalo comprendido entre el 5% y el 10%^{11, 12}. El incremento de las tenencias y de las operaciones bancarias transfronterizas también ha sido considerable, un efecto que puede atribuirse fácilmente a la eliminación del riesgo cambiario¹³.

UN NUEVO RÉGIMEN MONETARIO

La centralización de las decisiones de política monetarias y la creación de un banco central común a cargo de la política monetaria única trajo consigo un nuevo régimen monetario caracterizado por un alto grado de credibilidad y el objetivo expreso de mantener la estabilidad de precios. Un efecto inmediato de lo anterior fueron unas expectativas de inflación mejores y ancladas con mayor firmeza. Las medidas de las expectativas de inflación extraídas de los datos de las encuestas y de la deuda pública a largo plazo así lo corroboran^{14, 15}.

8 Véase la red de investigación sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*) en http://www.ecb.int/home/html/researcher_wdn.en.html.

9 Véase, por ejemplo, S. Fahr y F. Smets, «Downward wage rigidities and optimal monetary policy in a monetary union», presentado en la conferencia «Wage dynamics in Europe: findings from the Wage Dynamics Network», celebrada en Fráncfort del Meno el 24 de junio de 2008.

10 J. Boivin, M. P. Giannoni y B. Mojon, «How has the euro changed the monetary transmission?», *NBER Working Papers*, n.º 14190, 2008.

11 Véase por ejemplo R. Baldwin, V. DiNino, L. Fontagné, R. A. De Santis y D. Taglioni, «Study on the impact of the euro on trade and foreign direct investment», *Economic Papers 321*, Comisión Europea, 2008.

12 R. E. Baldwin, «The euro's trade effect», *Working Paper Series* n.º 594, BCE, 2006.

13 Véase S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou y J.L. Peydró, «What lies beneath the euro's effect on financial integration: currency risk, legal harmonization, or trade?», *NBER Working Papers*, n.º 15034, 2009.

14 M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. S. Gürkaynak y E.T. Swanson, «Convergence and anchoring of yield curves in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 817, BCE, 2007.

15 M. J. Beechey, B. K. Johansson y A. Levin, «Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?», *CEPR Discussion Papers*, n.º 6536, 2007.

Además, hay evidencia de que se ha producido un aplanamiento de la curva de Phillips durante los últimos años, es decir, de una relación más débil entre la brecha de producción y la inflación¹⁶. Una posible explicación de este aplanamiento es que la política monetaria es más creíble desde la introducción del euro. Como consecuencia, es menos probable que un aumento de la actividad económica incremente las expectativas de inflación. En cambio, los hogares y las empresas esperan que las autoridades monetarias adopten las medidas necesarias para que la inflación se mantenga en línea con la estabilidad de precios. Así pues, es más fácil contener las presiones al alza sobre los salarios y los precios.

En general, aunque sigue siendo difícil evaluar de modo preciso cómo estos cambios documentados pueden haber modificado el mecanismo de transmisión, existe consenso en cuanto a los beneficios que reporta la credibilidad del banco central. En este sentido, en la literatura económica se constata que, ciertamente, la credibilidad percibida de los bancos centrales puede influir en la transmisión de la política monetaria, al conseguir que las políticas de estabilización sean más eficaces y menos costosas de aplicar^{17, 18}.

4 INNOVACIÓN FINANCIERA, MODIFICACIONES EN EL MARCO REGULATORIO Y RESPUESTA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A CAMBIOS EN LA POLÍTICA MONETARIA

La literatura económica que analiza la transmisión de la política monetaria ha sugerido que, además de su efecto directo sobre la demanda final, la inversión y los precios, las variaciones de los tipos de interés también pueden incidir en la economía real a través de su efecto indirecto sobre los costes que soportan las empresas cuando obtienen financiación externa y sobre la capacidad de los bancos para otorgar créditos¹⁹. El impacto de los cambios en la política monetaria sobre la oferta de préstamos bancarios se denomina canal del crédito bancario. El siguiente es un ejemplo tradicional de este canal: un recorte en los tipos de interés oficiales provoca, con el tiempo, una reducción de la disponibilidad de los depósitos bancarios (es-

pecialmente, a corto plazo). A menos que las entidades de crédito sean capaces de incrementar su financiación a través de otras fuentes, ello podría provocar un ajuste a la baja de los activos bancarios, incluidos los préstamos, independiente de las variaciones observadas en la demanda de préstamos. Es más probable que este efecto afecte a los bancos de menor tamaño, con menos capital y reservas de liquidez insuficientes.

En lo que se refiere a este canal de transmisión, y como reflejo, en parte, de la evolución de los mercados financieros, la literatura reciente ha destacado las nuevas dimensiones que enriquecen la forma en que se entiende actualmente el modo en que la política monetaria influye en la capacidad de los bancos de conceder préstamos y en su disposición para asumir riesgos. En este sentido, se ha dedicado recientemente especial atención a analizar las consecuencias de la titulización, de la financiación de mercado y de la innovación financiera en general para la transmisión de la política monetaria, así como el efecto sobre la oferta de crédito bancario de la regulación supervisora que rige la adecuación de capital de los bancos y de los incentivos de las entidades de crédito a asumir riesgos. El estudio de estos aspectos es de especial importancia en el caso de la zona del euro, donde la financiación bancaria constituye la fuente de financiación externa más importante de los hogares y de las sociedades no financieras²⁰. Las siguientes dos subsecciones analizan estos aspectos en detalle.

16 A. Calza, «Globalisation, domestic inflation and global output gaps», *Working Paper Series*, n.º 890, BCE, 2008.

17 M. Darracq Pariès y S. Moyen, «Monetary policy and inflationary shocks under imperfect credibility», *Working Paper Series*, n.º 1065, BCE, 2009.

18 C. J. Erceg y A. T. Levin, «Imperfect credibility and inflation persistence», *Journal of Monetary Economics*, 50(4), 2003, pp. 915-944.

19 La política monetaria puede tener efectos sobre las variables que los prestamistas utilizan normalmente para evaluar la riqueza neta y la solvencia de los prestatarios. Por lo tanto, esto puede influir en los costes en que han de incurrir los prestatarios y en su capacidad para obtener financiación externa. Generalmente, esto se conoce como el canal del balance financiero de la política monetaria.

20 Véanse, en particular, los siguientes artículos publicados en el Boletín Mensual: «El papel de las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria», agosto de 2008; «La financiación externa de los hogares y las sociedades no financieras: comparación entre la zona del euro y Estados Unidos», abril de 2009; y «La política monetaria y la oferta de préstamos en la zona del euro», octubre de 2009.

TITULIZACIÓN, FINANCIACIÓN DE MERCADO Y CANAL DEL CRÉDITO BANCARIO

Dejando de lado las turbulencias financieras, el proceso de innovación financiera en los mercados de crédito ha sido generalizado en todos los sistemas financieros desarrollados en los diez últimos años. Este proceso fue especialmente rápido y drástico en la zona del euro, favorecido por la introducción del euro y por la mayor integración de los mercados financieros consiguiente. Se caracterizó por una extraordinaria expansión de las actividades de titulización y una mayor dependencia de las fuentes de financiación de mercado²¹.

La posibilidad de titularizar préstamos bancarios (es decir, de emitir valores de renta fija respaldados por un conjunto de préstamos bancarios), junto con un mayor recurso a otras fuentes de financiación distintas de los depósitos, como la deuda o los bonos garantizados, da la oportunidad a los bancos de obtener financiación adicional, reduciendo con ello el peso de los depósitos como restricción, por el lado de los pasivos, a la expansión de los préstamos bancarios. Lo anterior se ve complementado con la posibilidad de eliminar los riesgos del balance mediante instrumentos derivados, como los seguros de riesgo de crédito (CDS), que facilitan más aún la provisión de crédito al contribuir a mitigar las restricciones de capital. Como resultado, la innovación financiera tiende a hacer que el canal del crédito bancario sea menos efectivo en circunstancias normales, lo que, de hecho, era evidente en la zona del euro antes de 2007^{22, 23}.

Sin embargo, mientras que una menor dependencia de los depósitos bancarios puede proteger a los bancos de posibles restricciones de financiación, también aumenta el impacto de la situación de los mercados financieros sobre la capacidad de las entidades de crédito de obtener financiación. Como ha sugerido la crisis financiera, existe el riesgo de que el papel de la titulización en el crédito bancario para absorber las perturbaciones puede invertirse cuando los mercados financieros experimenten dificultades. De hecho, la evidencia reciente indica que el impacto de las restricciones por el lado de la oferta, especialmente las relacionadas

con perturbaciones en el acceso de las entidades de crédito a la financiación al por mayor y en sus posiciones de liquidez, se han intensificado desde el inicio de la crisis financiera²⁴.

LA REGULACIÓN SUPERVISORA, EL PAPEL DEL CAPITAL BANCARIO Y EL CANAL DE ASUNCIÓN DE RIESGOS

La literatura económica también ha identificado el nivel de recursos propios de una entidad de crédito, o capital bancario, como factor determinante de la oferta de préstamos bancarios. El argumento básico es que los bancos con más capital pueden financiarse con más facilidad, lo que les permite conceder más crédito a las empresas. Por lo tanto, los bancos poco capitalizados se verían mucho más afectados por un endurecimiento de la política monetaria, pues ello incrementaría su coste marginal para obtener financiación externa. Este mecanismo, que refuerza el canal del crédito bancario, se suele denominar canal del capital bancario de la política monetaria.

Este canal es especialmente importante en épocas difíciles, cuando el capital es más escaso y a los bancos les resulta más difícil obtener capital. De hecho, la evidencia reciente avala la opinión de que las entidades de crédito con menos capital conceden menos préstamos cuando el crecimiento del PIB es más reducido²⁵.

La regulación supervisora controla estrechamente la adecuación de capital de los bancos. En este sentido, es probable que el acuerdo de Basilea II, publicado

21 Véase el artículo titulado «La titulización en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero de 2008.

22 Véase Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marquéz-Ibáñez, «Securitisation and the bank lending channel», *European Economic Review*, 53(8), noviembre de 2009, pp. 996-1009.

23 Véase E. Loutskina y P. E. Strahan, «Securitisation and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage acceptance rates», NBER Working Papers, n.º 11983, 2006.

24 Véase H. S. Hempell y C. Kok Sorensen, «The impact of supply constraints on bank lending in the euro area: crisis-induced crunching?», presentado en el seminario del BCE sobre «Challenges to monetary policy implementation beyond the financial market turbulence», celebrado en Fráncfort del Meno el 30 de noviembre de 2009.

25 Véanse Y. Altunbas, G. de Bondt y D. Marquéz-Ibáñez, «Bank capital, bank lending and monetary policy in the euro area», *Kredit und Kapital*, mayo de 2004; y A. Maddaloni y J. L. Peydró, «Bank lending standards and the origins and implications of the current banking crisis», Research Bulletin n.º 9, BCE, marzo de 2010.

en junio de 2004, y cuyo objetivo es crear estándares internacionales relativos a la regulación supervisora que rige la adecuación de capital de las entidades de crédito, haya provocado cambios nada despreciables en la transmisión de la política monetaria.

Una nueva corriente de la literatura, desarrollada recientemente, sugiere que la política monetaria podría afectar también a los incentivos que tienen los bancos para asumir riesgos a la hora de conceder préstamos. Este mecanismo, que suele denominarse canal de asunción de riesgos de la política monetaria, contribuye a entender el canal del crédito bancario. Mientras que este canal tradicional se centra en la cantidad de préstamos concedidos, el canal de asunción de riesgos destaca los efectos de la política monetaria sobre los riesgos que las entidades de crédito están dispuestas a aceptar al otorgar préstamos.

Se considera que el canal de asunción de riesgos funciona a través de dos mecanismos. En primer lugar, los bajos tipos de interés hacen aumentar el valor de los activos y de los activos de garantía. Este hecho, en conjunción con la creencia de que este aumento del valor es sostenible, da lugar a que los prestatarios y los bancos asuman riesgos más elevados. En segundo lugar, los bajos tipos de interés hacen que los activos con más riesgo resulten más atractivos, ya que los agentes tratan de conseguir rentabilidades más altas. En el caso de las entidades de crédito, estos dos efectos se suelen traducir en una relajación de los criterios de aprobación del crédito, que puede causar un incremento excesivo de la oferta de préstamos. Desde una perspectiva de política monetaria, una intensificación del canal de asunción de riesgos podría plantear problemas para la ejecución de la política monetaria, ya que esta debe centrarse en la estabilidad de precios como objetivo primordial.

Aunque la comprobación empírica de este canal de transmisión resulta difícil, parece que existe evidencia —tanto para la zona del euro como para Estados Unidos— de un vínculo entre la orientación de la política monetaria y el grado en el que los bancos asumen riesgos.²⁶ Según la literatura, los reducidos tipos de interés a corto plazo propi-

cian que los bancos desarrollen un mayor apetito por el riesgo, en términos de cantidad (aumento de la cuantía y del número de los préstamos concedidos) y de precios (unos tipos de interés más bajos aplicados a los préstamos otorgados). Este efecto es más intenso si se consideran los tipos de interés a corto plazo, y también se incrementa con unos mayores niveles de titulización²⁷.

La aparición de la titulización y, en general, la posibilidad de transferir el riesgo de crédito observadas en los diez últimos años pueden haber contribuido a un aumento de la asunción de riesgos por parte de las entidades de crédito, lo que queda patente en la relajación de los criterios de concesión de préstamos y en su seguimiento insuficiente. Efectivamente, según la encuesta sobre préstamos bancarios del Eurozona, uno de los principales factores que ha determinado el endurecimiento neto acumulado de los criterios de aprobación del crédito de los bancos de la zona del euro desde que comenzaron las turbulencias financieras fueron las perturbaciones en los mercados de titulización. En este sentido, cabe recordar que la proliferación de estructuras financieras complejas no sometidas a una sólida supervisión regulatoria y proclives a unos elevados niveles de apalancamiento financiero constituyó uno de los factores que provocó la crisis financiera. Por otra parte, una gestión más prudente del capital y de la liquidez por parte de las entidades de crédito, impulsada por cambios en la regulación, como los propuestos en el acuerdo de Basilea II, publicado en junio de 2004, o por mejoras en los marcos regulatorios nacionales, en general, moderaron la asunción de riesgos a lo largo del ciclo por parte de los bancos. Como resultado, es probable que la importancia del canal de asunción de riesgos se haya reducido en cierta medida^{28, 29}.

26 Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibañez, «Does monetary policy affect bank risk-taking?», *BIS Working Papers*, n.º 298, Banco de Pagos Internacionales, 2010.

27 Véase A. Maddaloni and J. L. Peydró, «Bank risk-taking, securitisation, supervision and low interest rates: evidence from lending standards», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

28 Entre estos cambios en los marcos regulatorios nacionales en la zona del euro, destaca el mecanismo de regulación prudencial de provisiones dinámicas que introdujo el Banco de España a finales de los años noventa.

29 Véase A. Maddaloni and J. L. Peydró, «Bank risk-taking, securitisation, supervision and low interest rates: evidence from lending standards», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

5 LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A LA INFLACIÓN Y AL PRODUCTO

Es probable que cada uno de los hechos identificados en las secciones anteriores haya provocado cambios en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, el modo en que pueden influir es diferente, pues mientras que algunos tienden a potenciar el impacto de las variaciones de los tipos de interés sobre el producto y

los precios, otros tienden a disminuir estos efectos. Con el fin de evaluar el efecto general, puede llevarse a cabo un análisis macroeconómico de carácter empírico, basado en el análisis vectorial autorregresivo o en el empleo de modelos estructurales. De hecho, el análisis señala que la evidencia relativa a los cambios en el mecanismo general de transmisión es ambigua, lo que queda ilustrado en el gráfico 1, en el que se comparan los efectos de una modificación de la política mo-

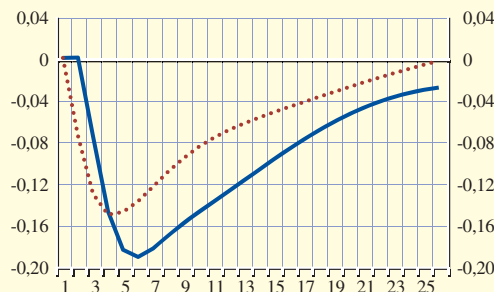
Gráfico 1 Respuesta al impulso del producto y de la inflación ante un incremento inesperado de los tipos de interés a corto plazo

(puntos porcentuales)

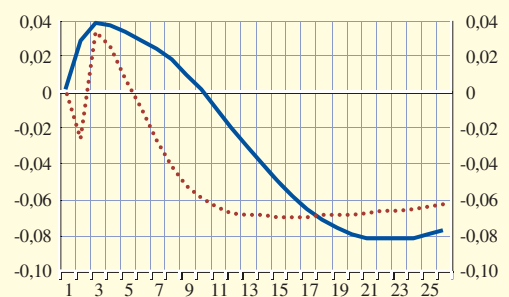
Panel A

Respuesta al impulso del PIB real de la zona del euro ante un incremento inesperado del tipo de interés a corto plazo

— Antes de la introducción del euro
 Después de la introducción del euro



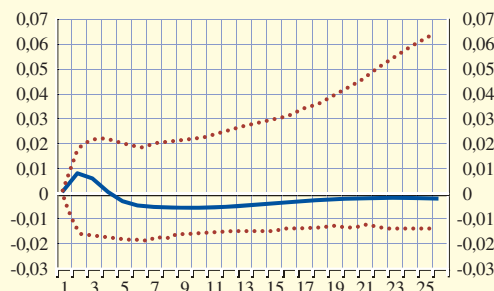
Respuesta al impulso de la tasa de inflación de la zona del euro ante un incremento inesperado del tipo de interés a corto plazo



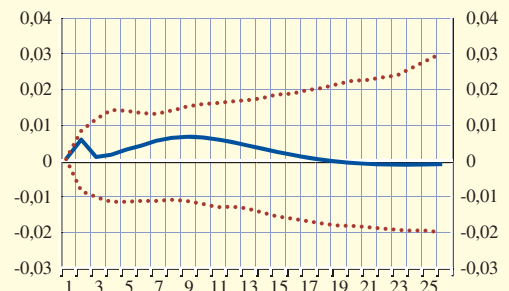
Panel B

Diferencias entre la respuesta del PIB real de la zona del euro ante un incremento inesperado del tipo de interés a corto plazo antes y después de la introducción del euro

— Diferencia
 Intervalo de confianza del 95%



Diferencias entre la respuesta de la tasa de crecimiento del PIB real de la zona del euro ante un incremento inesperado del tipo de interés a corto plazo antes y después de la introducción del euro



Notas: Los períodos anterior y posterior a la introducción del euro son 1980-1996 y 1999-2006 respectivamente. La magnitud del incremento del tipo de interés a corto plazo es equivalente a una desviación típica. Las variaciones del PIB real y de la tasa de inflación se expresan en puntos porcentuales. Los ejes horizontales muestran el número de trimestres que han transcurrido desde la variación del tipo de interés a corto plazo.

netaria sobre el PIB y la inflación antes y después de la introducción del euro³⁰. El panel A sugiere que el impacto de la política monetaria sobre la actividad económica habría sido algo menor en el período posterior a 1999, mientras que la inflación parece responder con más rapidez. No obstante, como se muestra en el panel B, las diferencias entre los dos períodos no son estadísticamente significativas. Basándose en la evidencia empírica, resulta difícil, por tanto, llegar a la conclusión de que el impacto general de la política monetaria sobre el producto y la inflación haya cambiado en el último decenio.

El análisis empírico basado en modelos de equilibrio general dinámicos y estocásticos sugiere un cambio mayor y más significativo en la respuesta general de la economía a las medidas de política monetaria³¹. Sin embargo, conviene destacar que los resultados dependen en gran medida de los modelos utilizados, por lo que es justo afirmar que la evidencia empírica relativa a los cambios en los efectos generales de la política monetaria sobre la economía es ambigua.

6 TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN SITUACIONES DE INESTABILIDAD FINANCIERA

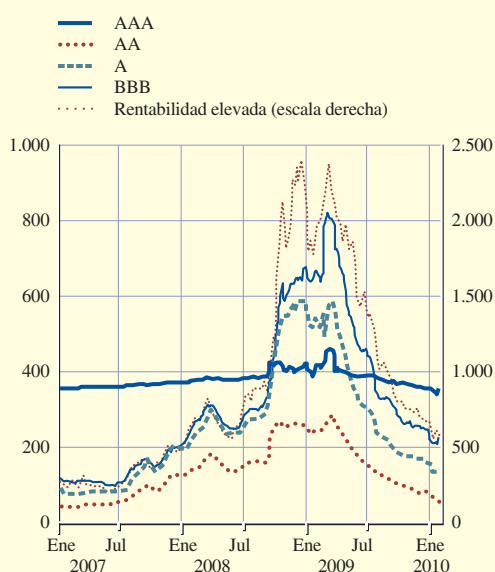
Las turbulencias financieras se manifestaron por vez primera al final del verano de 2007, cuando las primas de riesgo de los préstamos interbancarios se elevaron vertiginosamente y las operaciones del mercado interbancario se redujeron con rapidez. La incertidumbre existente entre los bancos con respecto a la solvencia de las contrapartes se generalizó^{32,33}. En septiembre de 2008, cuando se vislumbró la posibilidad de que se produjera la quiebra del sistema financiero en su conjunto, se alcanzaron niveles históricamente elevados en los principales diferenciales de los mercados financieros. El empeoramiento de la situación de los mercados monetarios también se tradujo en unas estimaciones más elevadas de la volatilidad de los tipos de interés, haciendo que resultara difícil medir o incluso valorar la orientación de la política monetaria. Como consecuencia, el riesgo de que el primer eslabón de la cadena de transmisión entre el banco central y las entidades

de crédito se rompiera o resultara dañado era grave. Y, lo que es importante, dado que una fracción considerable de los préstamos bancarios está indiciada a los mercados monetarios sin garantías, la ampliación del diferencial tuvo un efecto directo sobre los tipos de interés de los préstamos y créditos. El impacto de las turbulencias financieras fue igualmente visible en el aumento del coste de la financiación de mercado. Los diferenciales de crédito de la zona del euro en el mercado de renta fija privada se ampliaron hasta niveles históricos en el cuarto trimestre de 2008 (véase gráfico 2). Las sociedades no financieras tuvieron que hacer frente a algunos incrementos en el rendimiento de los valores de renta fija privada,

- 30 R. Gerke, A. Weber y A. Worms, «Has the monetary transmission process in the euro area changed? Evidence based on VAR estimates», *BIS Working Papers*, n.º 276, Banco de Pagos Internacionales, 2009.
- 31 Véase M. Cecioni y S. Neri, «The monetary transmission mechanism in the euro area: has it changed and why?», presentado en un seminario conjunto celebrado en el BCE el 31 de marzo de 2010.
- 32 Véase N. Cassola et al, «A research perspective on the propagation of the credit market turmoil», *Research Bulletin* n.º 7, BCE, junio de 2008.
- 33 Véase C. Holthausen y H. Pill, «The forgotten markets: how understanding money markets helped us to understand the financial crisis», *Research Bulletin* n.º 9, BCE, marzo de 2010.

Gráfico 2 Diferenciales de renta fija privada de la zona del euro

(puntos básicos; datos diarios)



Fuente: Reuters.

pero la ampliación de los diferenciales de crédito fue más acusada en el caso de las entidades financieras. A causa de la pérdida de capacidad de los bancos de obtener financiación, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos y a las líneas de crédito a las empresas se elevaron considerablemente (véase gráfico 3).

En un entorno económico en el que los canales de transmisión de la política monetaria se han visto obstaculizados, la respuesta de política monetaria habitual (es decir, reducir los tipos de interés oficiales del BCE) podría haber sido insuficiente por sí sola para lograr el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Fue preciso abordar con premura tres cuestiones de importancia. En primer lugar, fue necesario aliviar las tensiones en los mercados monetarios (el primer eslabón en la cadena de transmisión). En segundo lugar, los tipos de interés oficiales tuvieron que ajustarse rápidamente a niveles muy reducidos. En tercer lugar, la situación del sistema bancario, incluido el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito por los bancos —que se vio afectado también por factores de oferta, es decir, por la dañada capacidad de las entidades de crédito de obtener financiación— exigió la aplicación de medidas de política

monetaria no convencionales si se quería que otros eslabones de la cadena de transmisión (de los bancos a los hogares y a las empresas) siguieran en pleno funcionamiento³⁴.

LA TRANSMISIÓN DE LAS REDUCCIONES DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

El ajuste de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en respuesta a variaciones de los tipos de interés oficiales, que se suelen denominar proceso de transmisión de los tipos de interés, parecer haberse seguido realizando durante las turbulencias financieras³⁵.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a corto plazo, que, en general, se ven afectados por los movimientos del EURIBOR a tres meses, se redujeron 341 puntos básicos entre septiembre de 2008 y febrero de 2010, mientras que el EURIBOR a tres meses disminuyó en torno a 436 puntos básicos en el mismo período. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a largo plazo descendieron 151 puntos básicos durante el período, mientras que el rendimiento de la deuda pública a siete años registró un descenso de 121 puntos básicos.

Por lo que respecta al coste de la financiación bancaria en términos nominales, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro a las sociedades no financieras se redujeron casi en paralelo a los tipos de interés oficiales del BCE (véase gráfico 4)³⁶. La mayor parte de los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y al crédito al consumo tam-

Gráfico 3 Factores de liquidez que influyen en los criterios de aprobación del crédito en la zona del euro

(porcentajes neto de bancos que han informado de un endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito; datos trimestrales)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios del BCE.
Nota: Criterios de aprobación aplicados a los préstamos y a las líneas de crédito a empresas.

34 El fortalecimiento de los balances de las entidades de crédito ha pasado a tener mucha importancia como condición fundamental para la transmisión eficaz de la orientación de la política monetaria a los costes de financiación de los hogares y las empresas.

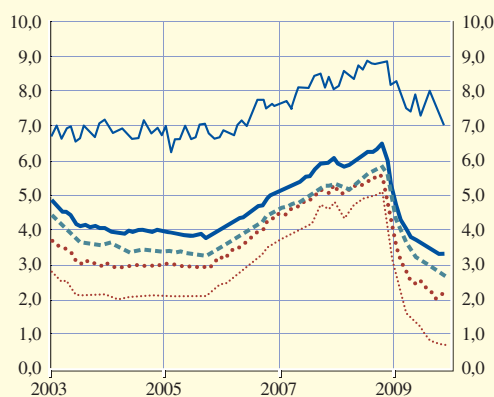
35 Véase el artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009.

36 Los tipos de interés a corto aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año se redujeron alrededor de 330 puntos básicos entre septiembre de 2008 y febrero de 2010. En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos a las sociedades no financieras con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años descendieron algo menos, entre 150 y 200 puntos básicos.

Gráfico 4 Tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las IFM

(en porcentaje anual; tipos aplicados a operaciones nuevas)

- Préstamos por importe reducido a sociedades no financieras
- Préstamos por importe elevado a sociedades no financieras
- - - Préstamos a hogares para adquisición de vivienda
- Préstamos a hogares para crédito al consumo
- EURIBOR a tres meses

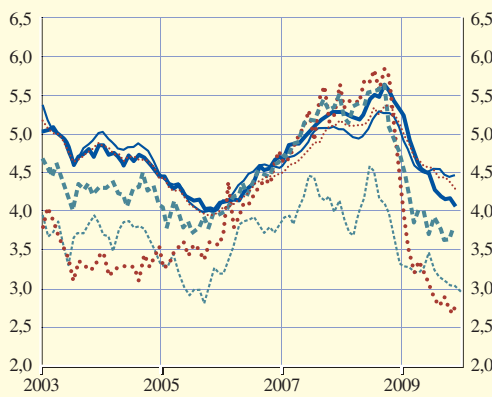


Fuente: BCE.

Gráfico 5 Tipos de interés de los préstamos a largo plazo aplicados por las IFM

(en porcentaje anual; tipos aplicados a operaciones nuevas)

- Préstamos por importe reducido a sociedades no financieras (a más de 5 años)
- Préstamos por importe elevado a sociedades no financieras (a más de 1 año y hasta 5 años)
- - - Préstamos por importe elevado a sociedades no financieras (a más de 5 años)
- Préstamos para adquisición de vivienda (a más de 5 años y hasta 10 años)
- Préstamos para adquisición de vivienda (a más de 10 años)
- - - Rendimiento de la deuda pública a 7 años



Fuente: BCE..

bién descendieron, aunque en menor medida que los tipos de interés de los préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 5)³⁷.

No obstante, tal como había ocurrido en ocasiones anteriores, la transmisión de las reducciones de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés del mercado monetario se produjo con un importante desfase. Este hecho quedó reflejado fundamentalmente en la ampliación del diferencial entre los tipos de interés del mercado monetario y los tipos de interés de los préstamos bancarios. El nivel de este diferencial depende, sin embargo, del nivel de los tipos de interés de mercado, que están controlados por el banco central³⁸. Por lo tanto, conviene aislar el componente del diferencial de tipos de los préstamos bancarios que puede que no dependa de las medidas adoptadas por el banco central. Un sencillo modelo econométrico permite el cálculo de los distintos componentes del diferencial de tipos de los préstamos bancarios³⁹. Estos componentes se presentan en los gráficos 6 y 7. El tipo de interés de

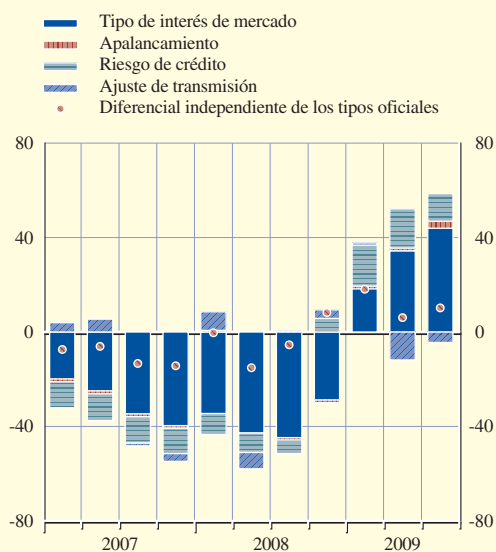
37 Los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación inferior o igual a un año disminuyeron entre 200 y 300 puntos básicos entre septiembre de 2008 y febrero de 2010. En ese mismo período, los tipos de interés a largo plazo aplicados por el citado sector a los préstamos a hogares con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años descendieron en menor medida, entre 90 y 120 puntos básicos.

38 En concreto, los diferenciales en la zona del euro son, habitualmente, más amplios cuando los tipos del mercado monetario son bajos. Esto puede explicarse por el hecho de que cuando el volumen de los préstamos se incrementa como consecuencia de una reducción de los tipos de interés de mercado, los gastos de explotación unitarios pueden descender, pero el grado de aversión al riesgo de las entidades de crédito puede elevarse al aumentar el apalancamiento. El descenso de los gastos de explotación unitarios permitiría a las entidades de crédito operar con márgenes más pequeños (diferencial de los tipos de interés de los préstamos más estrecho). Por otra parte, una mayor aversión al riesgo generaría una demanda de márgenes más amplios (diferencial de los tipos de interés de los préstamos más amplio).

39 El modelo empleado es una extensión del modelo de transmisión de los tipos de interés con mecanismo de corrección del error (MCE) que se muestra en el recuadro 1 del artículo titulado «Evolución reciente del proceso de transmisión a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela en la zona del euro», en el Boletín Mensual de agosto de 2009. La extensión añade variables proxy para el coste de la financiación mediante acciones (CE_t) y el riesgo de crédito (CR_t) al modelo MCE, como sigue: $\Delta BR_t = \mu + \gamma (BR_{t-1} - \beta_1 MR_{t-1} - \beta_2 CE_{t-1} - \beta_3 CR_{t-1}) + \alpha_1 \Delta MR_t + \alpha_2 \Delta BR_{t-1}$, donde BR_t representa el tipo de interés bancario, y MR_t indica el tipo de interés de mercado.

Gráfico 6 Descomposición del diferencial de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a las sociedades no financieras

(puntos básicos; datos trimestrales)

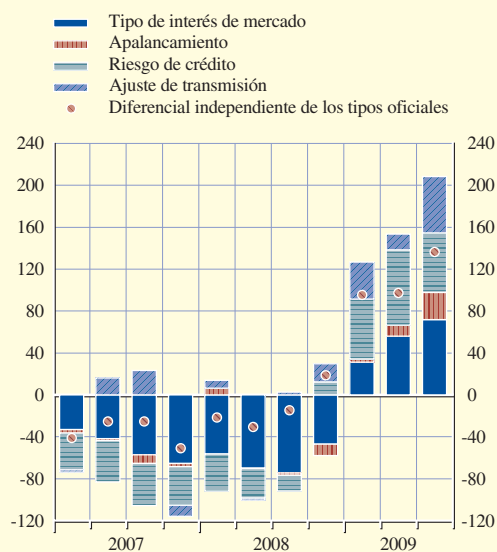


Fuente: BCE y cálculos del BCE.

Nota: Las contribuciones del tipo de interés de mercado, del apalancamiento y del riesgo de crédito están ajustados a la media, lo que explica las contribuciones negativas durante determinados periodos.

Gráfico 7 Descomposición del diferencial de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a los hogares para crédito al consumo

(puntos básicos; datos trimestrales)



Fuente: BCE y cálculos del BCE.

los préstamos aplicado por las entidades de crédito puede dividirse en dos componentes principales: el diferencial de equilibrio y el «término de ajuste de la transmisión». El término de ajuste de la transmisión refleja la desviación transitoria con respecto al equilibrio y, por lo tanto, no representa un valor fundamental. Se ha determinado que el diferencial de equilibrio consta de tres componentes principales: el efecto que resulta de variaciones en el tipo de interés de mercado; el efecto que resulta de cambios en el riesgo de crédito, y el efecto que resulta de modificaciones en la ratio de capital sobre activos. El componente del diferencial de tipos de los préstamos bancarios que puede que no dependa de las medidas adoptadas por el banco central se define en los gráficos 6 y 7 como «diferencial independiente de los tipos oficiales». Este diferencial es la suma del término de ajuste de la transmisión, del efecto del apalancamiento y del efecto del riesgo de crédito.

Se pueden extraer varias conclusiones de esta descomposición del diferencial de tipos de los

préstamos aplicados por las entidades de crédito a su clientela. En primer lugar, los diferenciales de tipos de los préstamos bancarios a corto plazo que se registraron durante las turbulencias financieras aumentaron significativamente a partir del cuarto trimestre de 2008, tras mantenerse prácticamente constantes entre el segundo trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2008. En segundo lugar, el descenso del EURIBOR que comenzó en octubre de 2008 ha realizado una significativa contribución positiva a la ampliación de los diferenciales de tipos de los préstamos bancarios a corto plazo. En tercer lugar, el riesgo de crédito también ha constituido un factor importante en la ampliación de los diferenciales de tipos de los préstamos aplicados por las entidades de crédito, sobre todo desde el tercer trimestre de 2008.

En este sentido, la evidencia empírica sobre la evolución de los diferenciales de los tipos de interés de los préstamos a hogares indica que su ampliación refleja, fundamentalmente, niveles más elevados

de riesgo de crédito que los registrados en una situación económica normal. Estudios recientes sugieren también que las recientes turbulencias financieras podrían haber contribuido a aumentar la heterogeneidad de la transmisión de los tipos de interés a corto plazo entre los países de la zona del euro⁴⁰. A pesar de ello, la transmisión de los tipos de interés siguió produciéndose durante las turbulencias financieras, y el carácter de la transmisión no fue muy distinto del mostrado en períodos de estabilidad económica y financiera.

EL PAPEL DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES

Como se ha mencionado anteriormente, las tensiones en los mercados monetarios implican que la capacidad de las entidades de crédito de proporcionar financiación a la economía se vio dificultada. Además, las titulaciones, que había constituido una fuente importante de préstamos antes de las turbulencias financieras, quedaron interrumpidas. En resumen, ello sugiere que sin las políticas de apoyo reforzado al crédito introducidas por el BCE, la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE habrían sido menos eficaces.

Las políticas de apoyo reforzado al crédito tuvieron un efecto directo sobre los tipos de interés y sobre la oferta de crédito. El efecto sobre los tipos de interés se puso de manifiesto en primer lugar en un claro descenso de los principales tipos del mercado monetario que las entidades de crédito de la zona del euro suelen utilizar como referencia para volver a fijar los tipos de los préstamos a tipo de interés variable y para valorar los nuevos préstamos a corto plazo, lo que provocó, a su vez, acusados descensos en esta clase de préstamos a hogares y a empresas. Mientras tanto, el impacto sobre la oferta de crédito se calcula mejor a través de dos canales complementarios. En primer lugar, todas las medidas contribuyeron a la expansión del crédito al mejorar la capacidad de los bancos para obtener financiación. En segundo lugar, las compras simples de bonos garantizados (una de las políticas de apoyo al crédito) facilitó la financiación de los bancos en un segmento clave del mercado de capitales. Por lo tanto, las medidas ayuda-

ron, concretamente, a desbloquear el canal del crédito bancario en un entorno en el que algunas entidades de crédito estaban experimentando problemas de acceso a los mercados de capitales y en el que el funcionamiento de los mercados monetarios se había visto seriamente obstaculizado.

7 CONCLUSIÓN Y PERSPECTIVAS

El mecanismo de transmisión de la política monetaria de la zona del euro se ha visto afectado por distintos acontecimientos desde la introducción del euro. A nivel macroeconómico, un nuevo y creíble régimen de política monetaria para la zona en su conjunto y la eliminación de los tipos de cambio dentro de la zona del euro han contribuido a anclar más firmemente las expectativas de inflación a largo plazo.

La introducción del euro coincidió también con la aceleración del proceso de innovación financiera. Este proceso ha ampliado la gama de posibilidades de los bancos para conseguir financiación. La innovación financiera también ha aumentado las opciones de las entidades de crédito en relación con la asunción de riesgos, otorgando así una mayor prominencia al canal de asunción de riesgos de la política monetaria. Sin embargo, las turbulencias financieras demostraron que la situación podría invertirse en épocas de inestabilidad financiera, cuando las opciones de financiarse en el mercado se reducen o incluso desaparecen y los riesgos excesivos asumidos previamente se materializan.

Las recientes turbulencias financieras pusieron en grave riesgo el funcionamiento del primer eslabón de la cadena de transmisión monetaria, es decir, el eslabón entre los tipos de interés oficiales del BCE y los tipos de interés interbancarios. Los acontecimientos mencionados exigieron la puesta en marcha de medidas de política monetaria no convencionales para complementar las medidas de política moneta-

40 Véase C. Kok Sørensen y T. Werner, «Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison», presentado en el seminario del BCE «The monetary policy transmission mechanism in the euro area in its first ten years», celebrado en Fráncfort del Meno el 28 de septiembre de 2009.

ria convencionales, es decir, las que se basan en las decisiones sobre los tipos de interés del BCE.

De cara al futuro, aún es pronto para valorar hasta qué punto el mecanismo de transmisión puede verse afectado de manera más duradera por las consecuencias de la crisis. Podría argumentarse que los actuales intentos de establecer un marco regulatorio más amplio y estricto y de fortalecer la capacidad de resistencia del sector bancario podría contribuir a que los bancos desempeñaran un papel más estable en la transmisión de la política monetaria⁴¹. Y ello se debería a una serie de motivos. En primer lugar, unos requerimientos de capital más estrictos podrían fortalecer el canal del capital bancario de la transmisión de la política monetaria⁴², ya que un número mayor de bancos estaría mucho menos capitalizados y podrían, por consiguiente, reaccionar de manera más enérgica a variaciones de los tipos de interés oficiales mediante el ajuste de su oferta de préstamos. Sin embargo, sería también de esperar que las entidades de crédito respondan a los nuevos y más estrictos requerimientos de capital estableciendo simplemente reservas de capital y, por lo tanto, reduciendo la necesidad de ajustar la oferta de préstamos en respuesta a variaciones de los tipos de interés oficiales.

En segundo lugar, la introducción de requerimientos más elevados en relación con la titulización debería dar lugar a oportunidades de financiación más limitadas, potenciando con ello la fortaleza del tradicional canal del crédito bancario⁴³. El canal de tipos de interés también puede verse afectado, pues estudios realizados anteriormente han constatado que la titulización acelera la transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos de interés de los préstamos bancarios⁴⁴.

En tercer lugar, una gestión más prudente del capital y de la liquidez por parte de las entidades de crédito podría modificar el comportamiento más proclive a la asunción de riesgos que tienen los bancos a lo largo del ciclo y, por lo tanto, la importancia del canal de asunción de riesgos podría atenuarse en cierta medida. Sin embargo, en caso de que las nuevas medidas contribuyan a mejorar la calidad de las titulizaciones llevadas a cabo por

los bancos, no puede excluirse que el efecto neto, en términos del impacto de la política monetaria sobre el crédito, quede fortalecido

En cuarto lugar, es probable que la introducción de requerimientos más exigentes en relación con la gestión de la liquidez de los bancos dé lugar a que los bancos operen en el futuro con mayores reservas de liquidez. Un resultado común en la literatura sobre este tema es que las entidades de crédito con mayores ratios de liquidez suelen ser más capaces de proteger a sus prestatarios frente a cambios en la política monetaria⁴⁵. Sin embargo, ceteris paribus, unos requerimientos de liquidez más estrictos darían lugar, por definición, a una liquidez más escasa, teniendo así los mismos efectos, en promedio, que un aumento de los tipos de interés, con implicaciones de carácter restrictivo para la economía de una magnitud difícil de calcular.

Por último, uno de los principales objetivos de Basilea II fue ajustar los modelos internos de riesgo

41 Por ejemplo, en diciembre de 2009 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó dos documentos de consulta en los que se propone un conjunto de nuevos estándares internacionales en materia de regulación que mejoran el marco actual de adecuación de capital Basilea II e introducen también un nuevo estándar internacional de liquidez. Las nuevas propuestas en materia de regulación comprenden: i) un incremento de la calidad del capital regulatorio; ii) una mejora de la cobertura de riesgo del marco de capital (incluyendo requerimientos más estrictos para las exposiciones a titulizaciones complejas); iii) introducción de un ratio de apalancamiento; iv) una reducción de la prociclicidad y el fomento de las reservas contracíclicas; v) la posibilidad de imponer requerimientos de capital adicionales a las entidades de crédito sistemáticamente importantes; y vi) la introducción de un estándar internacional de liquidez. Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, «Strengthening the resilience of the banking sector», diciembre de 2009; y Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, «International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring», diciembre de 2009.

42 Véanse, por ejemplo, Y. Altunbas, G. de Bondt y D. Marqués, «Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area», *Kredit und Kapital*, mayo de 2004; L. Gambacorta y P. E. Mistrulli, «Does bank capital affect lending behaviour?», *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), 2004, pp. 436-457; y C. Merkl and S. Stolz, «Banks' regulatory buffers and monetary policy transmission», *Applied Economics*, 41(16), 2009, pp. 2013-2024.

43 Véase Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «Securitisation and the bank lending channel», *Working Paper Series*, n.º 838, BCE, 2007.

44 Véase A. Estrella, «Securitization and the efficacy of monetary policy», *Economic Policy Review*, 8(1), Federal Reserve Bank of New York, mayo de 2002, pp. 243-255.

45 Véase, en particular, A. N. Kashyap y J. C. Stein, «What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?», *American Economic Review*, 90(3), 2000, pp. 407-428.

de crédito de los bancos a los requerimientos en materia de regulación. Se argumentó que, como resultado, la valoración del crédito realizada por los bancos pasaría a ser más discriminatoria en el sentido de reflejar mejor los riesgos reales subyacentes de las exposiciones individuales⁴⁶. En este sentido, se podría suponer que, en el marco de Basilea II, que es más sensible al riesgo, la provisión de crédito por parte de los bancos es más sensible al patrimonio neto real del prestatario. Ello podría

indicar que el canal del balance financiero se vio reforzado con la introducción de Basilea II. En la medida en que las nuevas propuestas rompen este estrecho vínculo entre el capital requerido y el riesgo subyacente, se podría observar alguna relajación en el canal del balance financiero de los prestatarios.

⁴⁶ Véase, por ejemplo, R. Repullo y J. Suárez, «Loan pricing under Basel capital requirements», *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), 2004, pp. 496-521.

LA «GRAN INFLACIÓN»: ENSEÑANZAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

La «Gran inflación»: enseñanzas para la política monetaria

En este artículo se analizan las principales causas subyacentes de la «Gran Inflación» de los años setenta y se señalan las enseñanzas básicas que han de extraerse de la misma para la política monetaria. La evidencia apunta a que los errores de política monetaria desempeñaron un papel crucial en generar la Gran Inflación. En primer lugar, la comparación entre la experiencia de Estados Unidos y la de Alemania¹ y Suiza —que aplicaron en los años setenta una política monetaria «estricta», explícitamente destinada a mantener la inflación bajo control— arroja serias dudas sobre la explicación de la «mala suerte» que brinda la sabiduría convencional, según la cual la Gran Inflación fue simplemente el resultado de una serie de importantes perturbaciones negativas de la oferta. En segundo lugar, el hecho de que el inicio de la Gran Inflación en Estados Unidos a mediados de los años sesenta preceda las fuertes perturbaciones negativas de la oferta de comienzos de los años setenta plantea un problema fundamental para las explicaciones que atribuyen el brote de inflación a estas perturbaciones. En tercer lugar, se ha argumentado, convincentemente, que los aumentos de los precios del petróleo por parte de la OPEP en 1973 y 1979 solo podían haberse producido en la situación de expansión mundial de la liquidez asociada al colapso de Bretton Woods.

Por consiguiente, la Gran Inflación proporciona varias importantes enseñanzas para la formulación de la política monetaria. En primer lugar, un ancla nominal sólida y creíble es esencial para mantener las expectativas de inflación firmemente asentadas. En efecto, una razón básica del éxito de Alemania en los años setenta fue que, tras el colapso de Bretton Woods, este país adoptó rápidamente una nueva ancla nominal en forma de objetivos monetarios. Sin embargo, la estabilidad de las expectativas de inflación no debe nunca darse por sentada y requiere un seguimiento continuo y atento por parte de la autoridad monetaria. En particular, la experiencia de Estados Unidos en la segunda mitad de los años sesenta muestra claramente que, a falta de una definición precisa del objetivo de política monetaria, bastan unos años con datos de inflación sistemáticamente desalentadores para desanclar rápidamente las expectativas de inflación. Una segunda enseñanza importante se refiere a los peligros que surgen a la hora de gestionar la política monetaria, al confiar en exceso en indicadores no observados, cuya medición es, por lo tanto, intrínsecamente deficiente, como la brecha de producción. A este respecto, la experiencia alemana de los años setenta es especialmente interesante: en este período se observaron en Alemania problemas de errores de medición de la brecha de producción de magnitud similar a los de Estados Unidos, pero la estrategia de política monetaria adoptada por el Deutsche Bundesbank minimizó su impacto sobre la política monetaria. Por último, la experiencia de la Gran Inflación refutó claramente el concepto de correlación aprovechable entre la inflación y la actividad económica, que formaba parte de la sabiduría convencional en la macroeconomía en los años sesenta.

I INTRODUCCIÓN

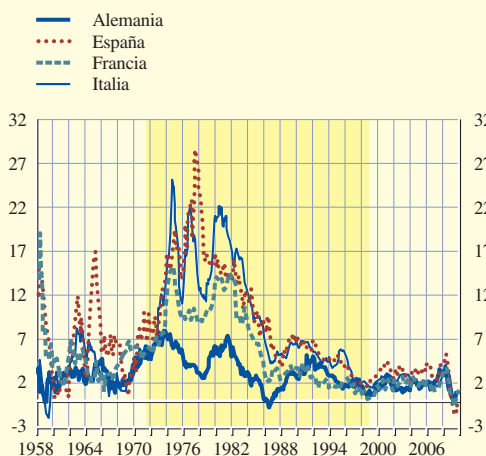
Junto con la Gran Depresión, la Gran Inflación fue uno de los fracasos más serios de la política monetaria del siglo veinte. Con algunas notables excepciones (ante todo, Alemania y Suiza), en los años setenta las tasas de inflación interanual alcanzaron niveles superiores al 10% en toda la OCDE. El gráfico 1 muestra las tasas de inflación interanual medida por el IPC de los cuatro países de mayor tamaño de la zona del euro en el período comprendido entre enero de 1958 y diciembre de 2009. Mientras que el nivel máximo de inflación se situó en Ale-

mania en el 7,8%, en Francia, Italia y España se alcanzaron cotas máximas del 15,2%, 25,2% y 28,5%, respectivamente. Un cuarto de siglo después de que la Gran Inflación concluyera con la desinflación de principios de los años ochenta, este episodio sigue siendo uno de los más investigados de la historia económica², y ha de tenerse en cuenta a la hora de formular la política monetaria.

- 1 En todo este artículo, «Alemania» se refiere a la anterior República Federal de Alemania.
- 2 Véase, por ejemplo, Bordo, M. y Orphanides, A. (eds.), *The Great Inflation*, The University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, de próxima publicación.

Gráfico | Tasas de inflación medidas por el IPC en determinados países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bundesbank e *International Financial Statistics* del FMI.
Nota: La zona sombreada representa el período comprendido entre el colapso de Bretton Woods y el inicio de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria.

En este artículo se analizan las principales causas subyacentes de la «Gran Inflación» de los años setenta y se señalan las enseñanzas básicas que han de extraerse de la misma para la política monetaria. En general, la evidencia apunta a que los errores de política monetaria desempeñaron un papel crítico en generar la Gran Inflación. En primer lugar, la comparación entre la experiencia de Estados Unidos y la de Alemania y Suiza —que siguieron en los años setenta una política monetaria «estricta», explícitamente destinada a mantener la inflación bajo control— arroja serias dudas sobre la explicación de la «mala suerte» que brinda la sabiduría convencional, según la cual la Gran Inflación fue simplemente el resultado de una serie de importantes perturbaciones negativas de la oferta. En segundo lugar, el hecho de que el inicio de la Gran Inflación en Estados Unidos a mediados de los años sesenta preceda las fuertes perturbaciones negativas de la oferta de los años setenta plantea un problema fundamental para las explicaciones que atribuyen el brote de inflación a estas perturbaciones. En tercer lugar, se ha argumentado, convincentemente, que los aumentos de los precios del petróleo por parte de la OPEP en 1973 y 1979 solo podían haberse producido en la situa-

ción de expansión mundial de la liquidez asociada al colapso de Bretton Woods.

La Gran Inflación proporciona varias importantes enseñanzas para la política monetaria. En particular, pone claramente de manifiesto la relevancia de un ancla nominal creíble para mantener las expectativas de inflación firmemente asentadas, así como los peligros que surgen a la hora de gestionar la política monetaria, al confiar en exceso en indicadores no observados, cuya medición es, por lo tanto, intrínsecamente deficiente, como la brecha de producción. Finalmente, la Gran Inflación refutó claramente el concepto de correlación aprovechable entre la inflación y la actividad económica en algún nivel «natural», que formaba parte de la sabiduría convencional en la macroeconomía en los años sesenta.

2 CAUSAS DE LA GRAN INFLACIÓN

La Gran Inflación de los años setenta es un episodio históricamente único. Aunque se habían producido anteriormente episodios de inflación elevada, e incluso de hiperinflación, siempre habían estado asociados a guerras, guerras civiles o revoluciones, con la consiguiente necesidad por parte de los Gobiernos de financiar abultados déficits presupuestarios por medio del señoreaje (es decir, mediante la emisión de moneda)³. Por el contrario, tal y como destaca Bradford De Long refiriéndose a Estados Unidos⁴, la Gran Inflación es el único caso histórico de episodio inflacionista prolongado, persistente y de gran envergadura en tiempos de paz. Por su parte, en su excursus histórico sobre la evolución de los regímenes monetarios de Estados Unidos desde la Guerra Civil (1861-1865), Robert Barro⁵ señala que la Gran Inflación coincidió con la eliminación total de todo vínculo entre

3 Véase, principalmente, Dornbusch, R. y Fischer S., «Stopping Hyperinflation, Past and Present», *Weltwirtschaftliches Archiv*, abril de 1986.

4 Véase De Long, B.J., «America's Peacetime Inflation: the 1970s», en Romer, C. y Romer, D. (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, The University of Chicago Press 1997.

5 Véase Barro, R.J., «United States Inflation and the Choice of a Monetary Standard», en Hall, R.E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press 1982.

el dinero y un bien físico, como el oro o la plata, que había proporcionado durante siglos una sólida ancla nominal que permitía estabilizar las expectativas de inflación: «En períodos anteriores a 1965, el régimen monetario garantizaba cierta estabilidad a largo plazo del crecimiento monetario y, por ende, de la inflación a largo plazo, lo que limitaba, a su vez, los efectos de cambios en las expectativas de inflación [...]. Aunque en algunas ocasiones precedentes Estados Unidos se había desvinculado de un patrón oro o plata, estos episodios se habían producido en tiempos de guerra y podían considerarse razonablemente como hechos transitorios. El período transcurrido desde 1971 parece ser la primera vez que hemos eliminado completamente, de cara tanto al presente como al futuro, el vínculo entre nuestra moneda y un bien físico. [...] Si este escenario es correcto, el problema de la inflación debe analizarse en términos de cambios en la estructura monetaria básica.»

En este pasaje, Barro señala una enseñanza fundamental de la Gran Inflación, es decir, la necesidad de diseñar las instituciones monetarias de tal manera que proporcionen una sólida ancla para las expectativas de inflación. Tal y como se indica más adelante, el éxito de Alemania en los años setenta y la capacidad de los países avanzados para mantener la inflación en niveles reducidos y estables tras la desinflación de comienzos de los años ochenta han dependido de forma significativa de la existencia de tal ancla. Además, el diseño de marcos monetarios como la Unión Económica y Monetaria y la formulación de objetivos de inflación reflejan precisamente esta enseñanza fundamental de la Gran Inflación.

PRINCIPALES HECHOS MACROECONÓMICOS DE ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA

Los gráficos 2 y 3 se refieren a Estados Unidos y Alemania, respectivamente, y muestran, para el período comprendido entre enero de 1965 y diciembre de 1984, la inflación interanual medida por el IPC, los tipos de interés nominales, los tipos de interés reales ex post (que proporcionan una medida, simple e independiente de los modelos, de la orientación de la política monetaria), las tasas de variación interanual de los componentes de

alimentos y energía del IPC, el crecimiento del PIB real y el tipo de cambio efectivo nominal (TCE nominal)⁶.

El panel superior izquierdo del gráfico 2 pone de manifiesto una regularidad empírica básica de la Gran Inflación de Estados Unidos. A partir de principios de 1965, la inflación se elevó, desde un nivel ligeramente superior al 1%, hasta el máximo del 6,4% registrado en febrero de 1970. Posteriormente, tras descender temporalmente, hasta situarse en un nivel mínimo del 2,9% en agosto de 1972, la inflación volvió a subir, alcanzando el 8,1% en octubre de 1973 (fecha de la primera perturbación de los precios del petróleo). Ello sugiere claramente que la economía estadounidense se encontraba ya en una senda de inestabilidad mucho antes de sufrir las perturbaciones de los precios del petróleo.

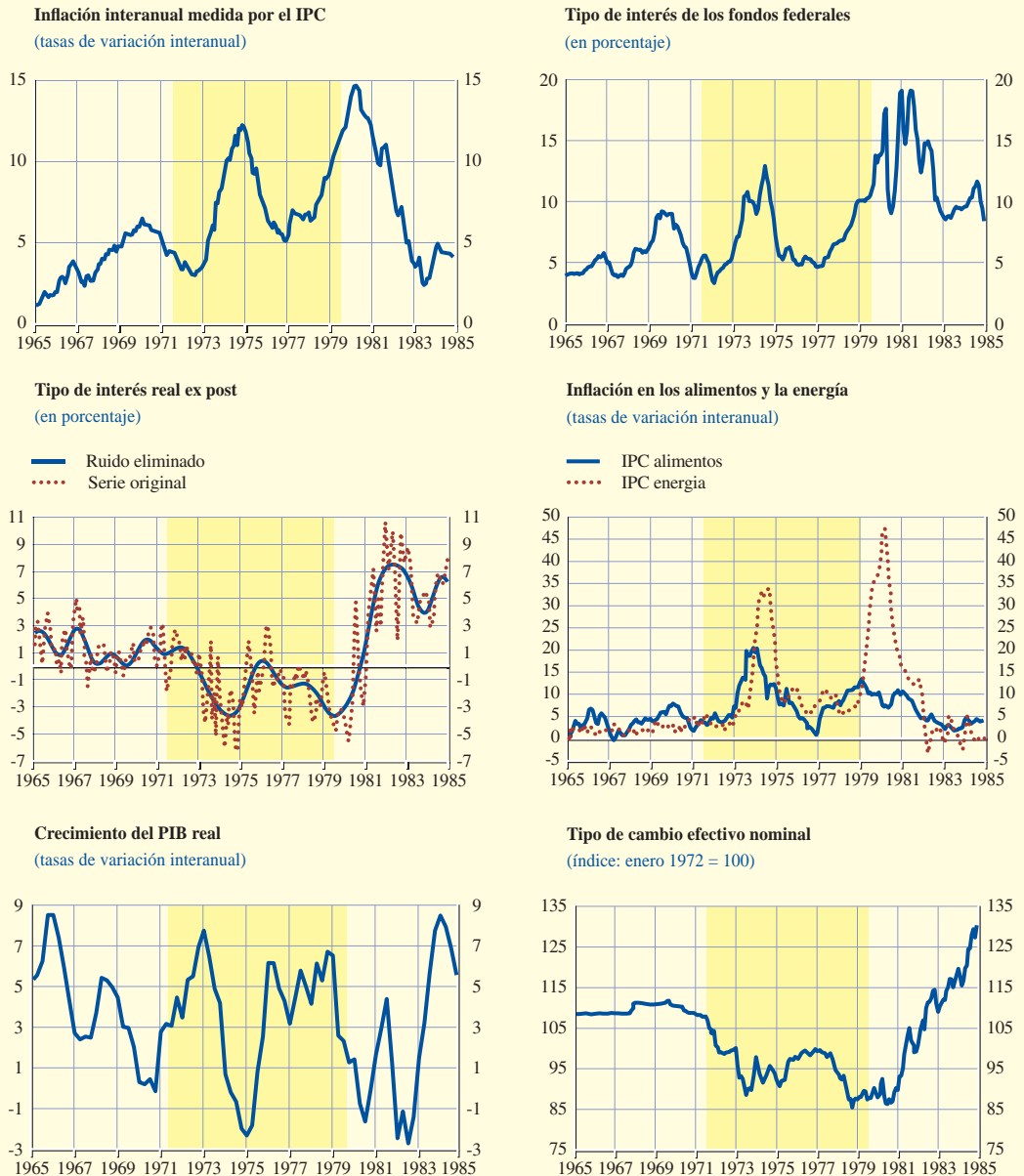
Tal y como indican Levin y Taylor⁷, esta deriva al alza de la inflación estuvo acompañada de un desanclaje progresivo de las expectativas de inflación, no solo a corto plazo sino también en horizontes temporales más largos. Concretamente, tras mantenerse muy estables, hasta 1965 aproximadamente, las expectativas de inflación a largo plazo de Estados Unidos empezaron a mostrar una progresiva deriva al alza en la segunda mitad de los años sesenta, disminuyeron temporalmente en la primera mitad de los años setenta, y se fueron elevando rumbo al 10% en la segunda mitad de los años setenta, cuando la propia inflación estaba aumentando de forma acelerada, hasta alcanzar un nivel máximo del 14,6% en marzo de 1980. El despegue de las expectativas de inflación en la segunda mitad de los años sesenta se reflejó en el crecimiento de los salarios nominales. Por ejemplo, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora en el sector industrial no agrícola aumentó, desde el 3,6% del primer trimes-

6 Los tipos de interés reales ex post se han calculado como la diferencia entre los tipos de interés nominales y la inflación medida por el IPC. Para facilitar la lectura, el gráfico incluye una versión filtrada de la serie, de la que se han eliminado los componentes de elevada frecuencia, utilizando el filtro pasabanda propuesto en Christiano, L.J. y Fitzgerald T., «The Band-Pass Filter», *International Economic Review*, 44 (2), pp. 435-465, 2003.

7 Véase Levin, A. y Taylor, J., «Falling Behind the Curve: A Positive Analysis of Stop-Start Monetary Policies and the Great Inflation», en Bordo y Orphanides, op cit.



Gráfico 2 Selección de datos macroeconómicos de Estados Unidos



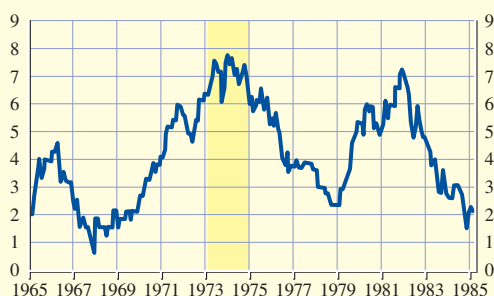
Fuentes: Reserva Federal, *International Financial Statistics* del FMI y cálculos del BCE.

Nota: La zona sombreada representa el período comprendido entre el colapso de Bretton Woods y el inicio de la presidencia de la Reserva Federal por Paul Volcker.

tre de 1965 hasta el máximo del 8,4% registrado en el cuarto trimestre de 1968, y continuó elevándose en los años siguientes, hasta alcanzar niveles máximos del 11,3% tanto en el primer trimestre de 1975 como en el cuarto trimestre de 1980.

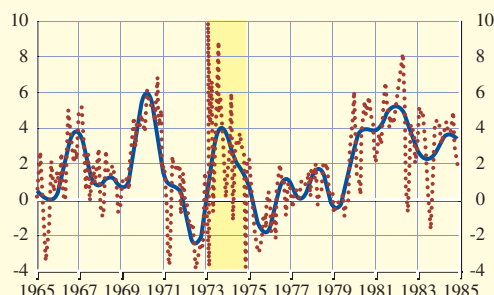
Los discursos y declaraciones realizados por los presidentes de la Reserva Federal ante el Congreso de Estados Unidos en la segunda mitad de los años sesenta y a principios de los setenta confirman la existencia de temores generalizados res-

Gráfico 3 Selección de datos macroeconómicos de Alemania

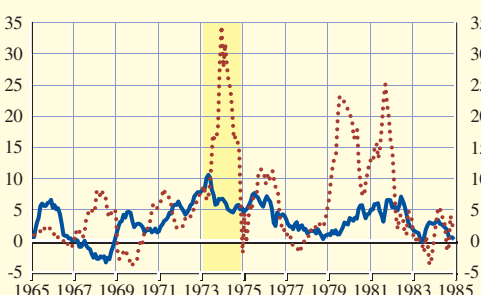
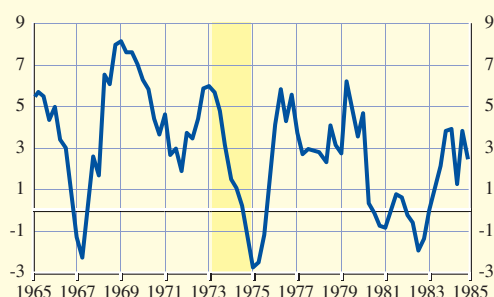
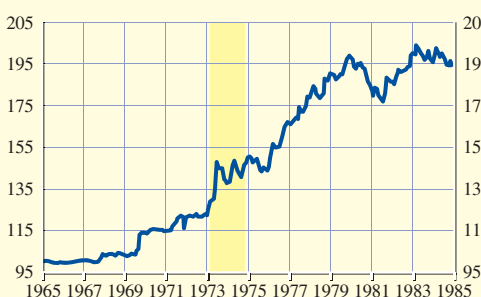
Inflación interanual medida por el IPC
 (tasas de variación interanual)

Tipo de interés nominal
 (en porcentaje)

Tipo de interés real ex post
 (en porcentaje)

— Ruido eliminado
 Serie original


Inflación en los alimentos y la energía
 (tasas de variación interanual)

— IPC alimentos
 IPC energía


Crecimiento del PIB real
 (tasas de variación interanual)

Tipo de cambio efectivo nominal
 (índice: enero 1965 = 100)


Fuentes: Bundesbank, BPI, *International Financial Statistics* del FMI y cálculos del BCE.

Nota: La zona sombreada representa el período comprendido entre el abandono por Alemania de su vinculación al dólar y el anuncio por el Bundesbank de su primer objetivo monetario.

pecto a que Estados Unidos pudiera entrar en una peligrosa espiral inflacionista. Por ejemplo, en marzo de 1969, en su declaración ante el Comité Económico Conjunto del Congreso de Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal Mar-

tin observó que «salvo un breve respiro a principios de 1967, desde mediados de 1965 hemos venido sufriendo un recalentamiento de la economía y un aumento de las expectativas de inflación. [...] Está claro que, en estos momentos, nuestro princi-

pal problema económico es la inflación y la expectativa generalizada de inflación.»⁸

En mayo de 1970, justo unas semanas antes de ser nombrado presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns declaró ante la American Bankers Association: «Estamos viviendo actualmente en un clima inflacionista. [...] En estas circunstancias, no debería sorprendernos que muchos hombres de negocios y consumidores crean que la inflación es inevitable.»⁹

¿Cuál era el origen de estas presiones inflacionistas? La evidencia del panel intermedio derecho del gráfico 2 sugiere que la contribución de los precios de la energía al aumento de la inflación de la segunda mitad de los años sesenta fue comparativamente reducida. La tasa de variación interanual del componente energético del IPC osciló, con cambios de escasa entidad, entre el 0% y el 3,7%. Por otro lado, los precios de los alimentos parecen haber contribuido en una medida no desdeñable a la escalada de la inflación. En primer lugar, la inflación en forma de joroba de 1965-1966 (cuando la inflación medida por el IPC general aumentó, desde el 1,3% de enero de 1965, hasta un máximo del 3,8% en septiembre de 1966) estuvo precedida de una joroba similar de la inflación en los alimentos, que alcanzó un máximo del 6,6% en marzo de 1966. En segundo lugar, la posterior joroba de la inflación medida por el IPC estuvo acompañada de una rápida aceleración de la inflación en los alimentos, que se elevó, desde el -0,3% de abril de 1967, hasta un máximo del 7,8% en febrero de 1970. A partir de entonces, los precios de los alimentos continuaron ejerciendo fuertes presiones inflacionistas sobre la economía estadounidense (especialmente en 1974, cuando la inflación en los precios de los alimentos alcanzó un nivel máximo superior al 20%), pero su impacto quedó eclipsado por el de la energía. Los efectos de las perturbaciones de los precios del petróleo de los años 1973 y 1979 se reflejan claramente en los datos.

Tampoco hay que infravalorar la contribución de la política fiscal a la Gran Inflación de Estados Unidos. En la segunda mitad de los años sesenta,

la decisión del Presidente Johnson de proseguir tanto con la guerra de Vietnam como con los programas de gasto de la «Gran Sociedad», sin un aumento correspondiente de los impuestos, contribuyó a incrementar las presiones inflacionistas de forma generalizada¹⁰. Las cifras de déficit presupuestario ajustado del ciclo y neto de pagos de intereses publicadas por la Oficina de Presupuesto del Congreso (una medida simple del estímulo fiscal proporcionado a la economía), que habían oscilado entre el 0,1% y el 0,3% del PIB potencial entre 1962 y 1965, se elevaron rápidamente hasta el 1,6% en 1966, alcanzando un máximo del 3,7% en 1968, antes de disminuir en los años siguientes, hasta fluctuar entre el 0,4% y el 1,8% del producto potencial en los años setenta. En consecuencia, la política fiscal parece haber tenido, en general, una orientación estimulativa a lo largo de la Gran Inflación.

En el caso de Alemania, las presiones inflacionistas observadas en la segunda mitad de los años sesenta parecen haber mostrado un patrón prácticamente opuesto al registrado en Estados Unidos. En efecto, las presiones generadas por la energía fueron más fuertes, y las ejercidas por los alimentos fueron comparativamente más reducidas (el componente de alimentos del IPC experimentó incluso un descenso durante varios meses). Una diferencia fundamental entre Estados Unidos y Alemania durante la Gran Inflación es que, mientras que el TCE nominal de Alemania registró una importante apreciación durante la mayor parte de la década, el de Estados Unidos se depreció de forma significativa, de modo que, hacia el final de los años setenta, el TCE nominal de Alemania era casi

8 Véase McChesney Martin, W., Jr., *Statement Before the Joint Economic Committee*, 25 de marzo de 1969.

9 Véase Burns, A.F., *Inflation: The Fundamental Challenge to Stabilisation Policies*, comentarios de Arthur F. Burns, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, antes de la XVII Conferencia Monetaria Anual de la American Bankers Association, Hot Springs, Virginia, 18 de mayo de 1970.

10 La idea de que el despegue de la inflación estadounidense observado en la segunda mitad de la década de los sesenta se debió, en parte, a la excesiva presión sobre los recursos creados por los programas de gasto de la «Gran Sociedad» viene asociada indisolublemente al presidente de la Reserva Federal, Arthur Burns. Véanse, en particular, varias de las conferencias recopiladas en Burns, A.F., *Reflections of an Economic Policy Maker: Speeches and Congressional Statements, 1969-1978*, Washington: American Enterprise Institute, AEI Studies n.º 217, 1978.

el doble que el observado en enero de 1965, mientras que el de Estados Unidos era en torno a un 20% menor. El papel relevante que desempeñó la apreciación del TCE nominal en proteger (parcialmente) la economía alemana de las presiones inflacionistas procedentes de los mercados internacionales de materias primas se desprende claramente de la comparación de los aumentos del componente de «electricidad, gas y combustibles» del IPC alemán en la época de la primera y segunda perturbaciones de los precios del petróleo. Después de que Alemania abandonara la vinculación al dólar en marzo de 1973, su TCE nominal se apreció rápidamente, y luego fluctuó comparativamente poco hasta 1976, año en que empezó un período de rápida apreciación que duró hasta finales de 1979. La relativa estabilidad del TCE nominal alemán en la época de la primera perturbación de los precios del petróleo, y su rápida apreciación en la época de la segunda, explican por qué, aunque la inflación en el componente energético del IPC fue más alta en Estados Unidos en el segundo episodio que en el primero, en Alemania sucedió lo contrario. El diferente comportamiento del TCE nominal de Alemania y de Estados Unidos durante la Gran Inflación ilustra la importancia de un tipo de cambio fuerte para proteger la estructura nacional de costes de producción de las perturbaciones negativas de la oferta originadas en los mercados mundiales: entre el colapso de Bretton Woods y diciembre de 1979, los componentes de alimentos y energía del IPC estadounidense aumentaron un 104% y un 187%, respectivamente, mientras que los componentes de alimentos y electricidad, gas y combustibles del IPC alemán se elevaron un 42% y un 108%, respectivamente. El destacado papel desempeñado por el tipo de cambio centra naturalmente la atención en las diferencias entre las estrategias de política monetaria seguidas por los bancos centrales de estos dos países durante la Gran Inflación.

Como muestra el panel intermedio izquierdo del gráfico 2, en Estados Unidos el tipo de interés real ex post fue positivo, aunque comparativamente muy bajo, durante la mayor parte del período comprendido entre enero de 1965 y el colapso de Bretton Woods en agosto de 1971. Luego se tornó

negativo, situación en la que se mantuvo todo el tiempo entre agosto de 1971 y el inicio de la desinflación en octubre de 1979. El hecho de que la orientación de la política monetaria estadounidense fuera tan laxa que se aplicaron sistemáticamente tipos de interés reales negativos a lo largo de la Gran Inflación suscita dos consideraciones. En primer lugar, ofrece una explicación de la mencionada depreciación del TCE nominal de Estados Unidos tras el colapso de Bretton Woods. Como pone de manifiesto el gráfico 2, el TCE nominal de Estados Unidos muestra efectivamente una correlación muy acusada con la evolución del tipo de interés real ex post durante todo el período examinado, observándose que el TCE nominal se aprecia claramente solo después de subidas de los tipos de interés asociadas a la desinflación de Volcker. En segundo lugar, tal y como señalan Clarida, Gali, y Gertler¹¹ en su análisis de los factores que influyeron en la Gran Inflación de Estados Unidos, la relajación de la política monetaria estadounidense en los años setenta sugiere decididamente que — pese al evidente impacto inflacionista de las perturbaciones de los precios de los alimentos y, sobre todo, de los del petróleo durante esa década— una política monetaria excesivamente acomodaticia podría haber desempeñado un papel crucial en permitir el despegue y mantenimiento de la inflación en Estados Unidos. Clarida et al., en particular, documentaron una debilidad fundamental de la política monetaria estadounidense durante el período anterior al nombramiento de Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal, concretamente, el no haber cumplido el denominado «principio de Taylor» (el macroeconomista americano John Taylor)¹², según el cual los tipos de interés nominales deberían responder con movimientos más que proporcionales a la inflación (esperada)¹³. El hallazgo de que, antes del nombramiento de Volcker, la política monetaria estadounidense no había luchado contra la

11 Véase Clarida, R., Gali, J. y Gertler, M., «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory», *Quarterly Journal of Economics*, CXV(1), 2000, pp.147-180.

12 Véase Taylor, J.B., «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, pp.195-214.

13 El fundamento del «principio de Taylor» es que, a fin de estabilizar la inflación, todo aumento (esperado) de la inflación debería ser contrarrestado por una elevación del tipo de interés real (esperado).

inflación con suficiente vigor ha quedado confirmado posteriormente por varios análisis mucho más sofisticados¹⁴, y representa uno de los elementos básicos para interpretar y explicar la Gran Inflación de Estados Unidos.

En Alemania, en el período previo al colapso de Bretton Woods, los tipos de interés reales ex post fueron sistemáticamente más altos que en Estados Unidos, lo que pone de relieve la orientación más firme adoptada por el Bundesbank en aquellos años. Tras la primera perturbación de los precios del petróleo, el Bundesbank intentó evitar efectos de segunda vuelta mediante la «persuasión moral», pero con escaso éxito. Los interlocutores sociales ignoraron, en gran medida, las señales precedentes del banco central y acordaron importantes aumentos de los salarios nominales, lo que elevó la inflación y el desempleo¹⁵. Sin embargo, como se observa claramente en el gráfico 3, el nivel máximo de inflación, el 7,8%, registrado en Alemania a mediados de los años setenta fue mucho más bajo que el 12,2% alcanzado en Estados Unidos. En los años siguientes, el Bundesbank aprovechó al máximo la libertad de acción que había ganado al verse relevado, en marzo de 1973, de la obligación de defender la paridad con el dólar, adoptando una política antiinflacionista, que era la adecuada habida cuenta de su situación interna¹⁶. Ello le permitió rebajar la inflación, hasta situarla en el 2,1% en septiembre de 1978, y limitar al 7,5% el pico inflacionista registrado en octubre de 1981, tras la segunda perturbación de los precios del petróleo. A este respecto, la eficaz gestión del impacto de la segunda perturbación de los precios del petróleo dependió, en buena parte, de las enseñanzas extraídas del fracaso de la «persuasión moral» para controlar los efectos de segunda vuelta tras la perturbación de 1973¹⁷. Consciente de esta experiencia, el Bundesbank adoptó una política monetaria mucho más dura, que se reflejó en el tipo de interés real ex post (filtrado), que alcanzó un nivel máximo rondando el 6% en 1982. En línea con lo señalado anteriormente en relación con la evolución del TCE nominal de Estados Unidos en los años setenta, la orientación más firme de la política monetaria adoptada por el Bundesbank en aquellos años proporciona una explicación de la

fuerte apreciación del TCE nominal de Alemania que se observa en el gráfico 3.

Un elemento básico de la estrategia de política monetaria del Bundesbank fue el anuncio, a partir de diciembre de 1974, de objetivos para la tasa de crecimiento interanual de la oferta monetaria. Esta decisión obedeció a dos motivos¹⁸. En primer lugar, se tenía la intención de contener la inflación controlando la tasa de crecimiento de los agregados monetarios. En segundo lugar, se consideraba que el anuncio de objetivos monetarios cuantitativos era un medio para influir directamente en las expectativas de inflación de los agentes económicos. Mientras que el primer motivo era propio de la estrategia de política monetaria adoptada por el Bundesbank a partir de 1974, la necesidad de proporcionar una sólida ancla nominal que sirva de «punto de referencia» para las expectativas de inflación de los agentes económicos es un principio general de política monetaria y una de las enseñanzas más perdurables de la Gran Inflación. En efecto, una de las principales razones por las que Alemania evitó, en gran medida, la Gran Inflación es que, tras el colapso del ancla nominal ofrecida por el régimen de Bretton Woods, este país proporcionó rápidamente a los agentes económicos otra ancla, en forma de objetivos monetarios. Por el contrario, la mayor parte de los demás países «renquearon» a lo largo de los años setenta sin un ancla clara, con el resultado de un constante aumento de la inflación.

El objetivo de contener la inflación controlando la tasa de crecimiento de la oferta monetaria reflejó el reconocimiento explícito por parte del Bundesbank de que la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario. Sin embargo, este reconocimien-

14 Véase, en particular, Lubik, T. y Schorfheide, F., «Testing for Indeterminacy: An Application to U.S. Monetary Policy», *American Economic Review*, 94(1), 2004, pp.190-217.

15 Véase el debate en Issing, O. «Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo/abril 2005, 87(2, Parte 2), pp.329-335.

16 De hecho, desde el inicio de Bretton Woods Alemania no había estado vinculada al dólar con el mismo tipo de cambio. Concretamente, el marco alemán se revaluó en 1961, y nuevamente en 1969, cuando se permitió que flotara durante seis meses, para luego volver a vincularlo a un tipo de cambio más alto.

17 Este punto viene señalado especialmente en Issing, op cit., 2005.

18 Véase, de nuevo, Issing, op cit., 2005.

to distó mucho de ser universal en los años setenta. Por ejemplo, en su amplio análisis del clima intelectual general en el que se desarrolló el proceso de formulación de la política monetaria del Reino Unido en los años sesenta y setenta, Nelson y Nikolov¹⁹ señalan que «no se consideraba que la política monetaria fuese esencial para el control de la inflación que, por el contrario, se hacía depender en gran medida de la política de rentas (control de precios y salarios). [...] Básicamente, los responsables de la política monetaria del Reino Unido no establecían una relación entre esta política y la inflación por dos razones. En primer lugar, consideraban que la inflación estaba determinada, principalmente, por factores distintos de la brecha de producción. En segundo lugar, eran muy escépticos respecto a la capacidad de la política monetaria para influir en la demanda agregada o en la brecha de producción de forma apreciable.»

Tal y como Nelson y Nikolov ponen de relieve, ello llevó a instrumentar una política monetaria expansiva y a intentar controlar la inflación por medios no monetarios, lo que contribuyó de forma decisiva a provocar el brote de inflación registrado en el Reino Unido en los años setenta. Solo cuando, en 1979, se empezó a basar la política monetaria en el reconocimiento explícito del carácter monetario del proceso inflacionista, se pudo poner fin a la Gran Inflación en el Reino Unido.

Aunque esta sección se centra en una comparación entre la evolución macroeconómica de Alemania y la de Estados Unidos, cabe destacar que la experiencia suiza de los años setenta fue similar a la de Alemania, tanto en términos de estrategia de política monetaria —que atribuyó una gran importancia a las tasas de crecimiento de los agregados monetarios— como de evolución general de la inflación. La principal diferencia fue que, tras la primera perturbación de los precios del petróleo, en Suiza la inflación alcanzó un máximo del 11,9%, tasa mucho más alta que la de Alemania y cercana al máximo de Estados Unidos. Sin embargo, al igual que en Alemania, la firme orientación antiinflacionista adoptada por el Banco Nacional de Suiza dio lugar, posteriormente, a una fuerte desaceleración de la inflación, que se mantuvo por

debajo del 2% entre mediados de 1976 y principios de 1979. Tras la segunda perturbación de los precios del petróleo, la inflación se elevó hasta un máximo del 7,5% en el segundo semestre de 1981, antes de descender en los años siguientes.

La evolución de la productividad permite considerar desde otra importante perspectiva la distinta evolución macroeconómica observada en Estados Unidos y Alemania en los años setenta. Una de las principales limitaciones de la política monetaria estadounidense de aquellos años fue su incapacidad para detectar la desaceleración de la productividad de los años setenta en tiempo real, lo que condujo a una sobrevaloración sistemática de la magnitud efectiva de la atonía de la economía²⁰. Dado que los responsables de la política monetaria de Estados Unidos se basaban, en gran medida, en la brecha de producción como indicador de las futuras presiones inflacionistas, esta sobrevaloración se tradujo automáticamente en la política monetaria excesivamente laxa mencionada anteriormente.

A este respecto, la comparación con Alemania es interesante. Los paneles superiores del gráfico 4 muestran las estimaciones retrospectivas y en tiempo real de las brechas de producción de Estados Unidos y Alemania entre enero de 1965 y diciembre de 1984, y los paneles inferiores, la magnitud del error de medición de la brecha de producción en tiempo real, que se define como la diferencia entre las series de los paneles superiores²¹. Como el gráfico indica claramente, con la única excepción de 1975-1976 (cuando el error de

19 Véanse Nelson, E. y Nikolov, K., «Monetary Policy and Stagflation in the UK», *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(3), 2004, pp. 293-318, y Batini, N. y Nelson, E., «The U.K.'s Rocky Road to Stability», *Working Paper Series*, n.º 2005-020A, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2005.

20 Véanse, en particular, Orphanides, A., «Monetary Policy Rules and the Great Inflation», *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 92(2), 2002, pp. 115-120, Orphanides, A., «The Quest for Prosperity Without Inflation», *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 633-663, y Orphanides, A., «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 983-1022.

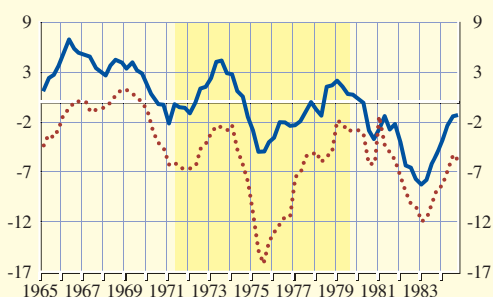
21 Los datos que figuran en el gráfico 4 son los datos originales utilizados en Orphanides, A., «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», op. cit., y en Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C. e Issing, O., «Opting out of the Great Inflation: German monetary policy alter the break down of Bretton Woods», *Working Paper Series* n.º 1020, BCE, marzo de 2009. Los datos han sido facilitados amablemente por Orphanides y Beyer.

Gráfico 4 Errores de medición de la brecha de producción en Estados Unidos y Alemania

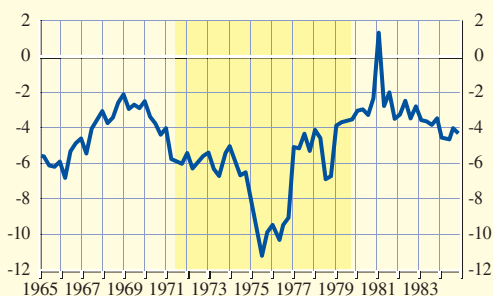
(en porcentaje del PIB)

Estados Unidos

— Estimación retrospectiva de la brecha de producción de 2003
 Estimación de la brecha de producción en tiempo real

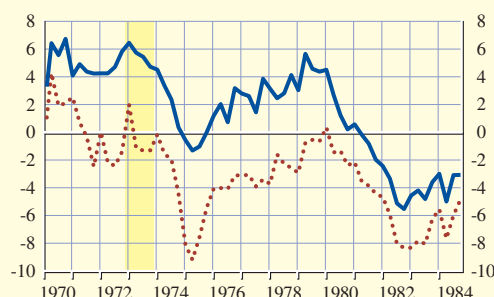


— Estimación en tiempo real menos estimación retrospectiva de la brecha de producción

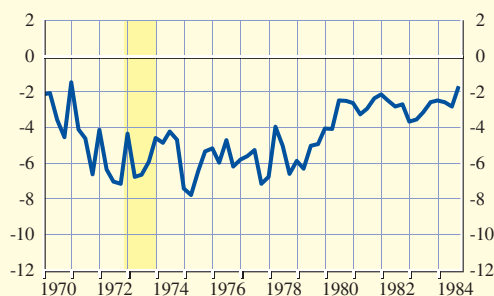


Alemania

— Estimación retrospectiva de la brecha de producción de 1999
 Estimación de la brecha de producción en tiempo real



— Estimación en tiempo real menos estimación retrospectiva de la brecha de producción



Fuentes: Orphanides, A., «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», op. cit., y Gerberding, C., Seitz, F. y Worms, A., «How the Bundesbank really conducted monetary policy», *North American Journal of Economics and Finance*, 16(3), 2005, pp. 277-292.

Nota: Las zonas sombreadas de los paneles de la izquierda representan el período comprendido entre el colapso de Bretton Woods y el inicio de la presidencia de la Reserva Federal por Paul Volcker, mientras que las de los paneles de la derecha representan el período comprendido entre el abandono por Alemania de su vinculación al dólar y el anuncio por el Bundesbank de su primer objetivo monetario.

medición de la brecha de producción estadounidense se acentuó notablemente, hasta situarse, en promedio, en torno a unos 10 puntos porcentuales), la magnitud del error de medición en estos dos países fue bastante similar a lo largo de la Gran Inflación. Sin embargo, la evolución de la inflación fue muy distinta en los dos países, con una tasa máxima de inflación interanual medida por el IPC del 7,8% en Alemania y del 14,6% en Estados Unidos. ¿Cómo puede explicarse esta diferencia?

En su detenido análisis, Beyer, Gaspar, Gerberding e Issing²² señalan que la evolución más favorable de la inflación registrada en Alemania en los

años setenta estuvo relacionada, fundamentalmente, con la estrategia de objetivos monetarios adoptada por el Bundesbank a partir de 1974. En efecto, una de las principales características de una regla de objetivos de crecimiento monetario es que cuando se aplica esta regla el tipo de interés nominal responde más a las estimaciones de la variación de la brecha de producción que a las estimaciones de la propia brecha de producción. Aunque, a primera vista, esto pueda parecer una diferencia pequeña, no lo es: la magnitud del error de medición de las estimaciones en tiempo real de la variación de la brecha de producción es, con

22 Véase Beyer et al., op cit.

mucho, inferior a la del error de medición de la brecha de producción²³. Ello proporciona una explicación sencilla de por qué un grado comparable de error de medición de la brecha de producción en estos dos países estuvo acompañado de una evolución de la inflación tan diferente.

El hecho de que, con su estrategia de objetivos monetarios, el Bundesbank no tuviera en cuenta la brecha de producción al fijar los tipos de interés viene respaldado también por la evidencia empírica de Beyer et al. Concretamente, sus resultados muestran que, aunque los tipos de interés alemanes respondieron a la brecha de producción percibida en el período anterior a la formulación de objetivos monetarios (es decir, antes de 1974), esta reacción cesó básicamente en cuanto se establecieron objetivos monetarios.

EN RESUMEN: ¿MALA POLÍTICA O MALA SUERTE?

La explicación tradicional «popular» de la Gran Inflación, que la atribuye, principalmente, a las perturbaciones de los precios del petróleo de 1973 y 1979, estuvo asociada inicialmente a los trabajos de Alan Blinder²⁴, y de Michael Bruno y Jeffrey Sachs²⁵. En pocas palabras, la esencia de esta posición es que, como afirmó Blinder, «los años setenta fueron realmente diferentes. Las perturbaciones de la energía son claramente un producto del mundo feliz post-OPEP.»²⁶

Sin embargo, existen tres razones principales por las que las explicaciones de la Gran Inflación que la atribuyen a políticas monetarias equivocadas parecen ser mucho más plausibles que las que la atribuyen a una secuencia adversa de perturbaciones exógenas.

En primer lugar, un hecho que se pasa a menudo por alto en los debates sobre la Gran Inflación (que se suelen centrar únicamente en la experiencia de Estados Unidos) es que ni Alemania ni Suiza sufrieron esta inflación (o al menos no en la misma medida que otros países), lo que cuadra difícilmente con la explicación de la «mala suerte». Una razón fundamental de por qué los bancos centrales orientados hacia la estabilidad pudieron proteger sus economías de la Gran Inflación fue

una «cultura de la estabilidad». Desde este punto de vista, la razón última de la divergencia entre la evolución macroeconómica de Estados Unidos y la de Alemania en la época de la Gran Inflación reside en una actitud básicamente diferente de las respectivas sociedades de estos países ante la inflación.

En segundo lugar, tal y como se indicaba anteriormente, la Gran Inflación de Estados Unidos comenzó en torno a 1965, mucho antes que las perturbaciones de los precios de los alimentos y del petróleo de los años setenta. Este hecho no concuerda con la lógica de las explicaciones de la «mala suerte».

En tercer lugar, se ha argumentado, convincentemente, que los pronunciados aumentos de los precios del petróleo por parte de la OPEP en 1973 y 1979 solo podían haberse producido en la situación de expansión mundial de la liquidez asociada al colapso de Bretton Woods. Esta posición —sostenida en la época de la Gran Inflación por Milton Friedman, Phillip Cagan, y Ronald McKinnon²⁷— ha sido resucitada recientemente por Barsky y Kilian²⁸, quienes argumentan que una parte importante de los aumentos de los precios de las materias primas de los años setenta debería considerarse como la respuesta endógena del mercado a las fuerzas monetarias mundiales desencadenadas por el colapso de Bretton Woods. En consecuencia, no debe interpretarse sencillamente que el colapso de Bretton Woods coincidió cronológicamente con la Gran Inflación, sino que desempeñó un papel fundamental, primero, en destruir un ancla nominal

23 Véase Orphanides, A., «The Quest for Prosperity Without Inflation», op. cit.

24 Véase, en particular, Blinder, A., «The Anatomy of Double Digit Inflation in the 1970s», en Hall, R.E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press for NBER, 1982, pp. 261-282.

25 Véase Bruno, M. y Sachs, J., *Economics of Worldwide Stagflation*, Harvard University Press, 1985.

26 Véase Blinder (1982, op cit.).

27 Véase Friedman, M., «Perspective on Inflation», *Newsweek*, 24 de junio de 1974, Cagan, P., *Persistent Inflation: Historical and Policy Essays*, New York: Columbia University Press, 1979, y McKinnon, R. I., «Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard», *American Economic Review*, 72(3), 1982, pp. 320-333.

28 Barsky, R. B., y Kilian L., «Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative», en *NBER Macroeconomics Annuals* 2001, 16, 2001, pp. 137-183, Cambridge, Mass., The MIT Press.

para las expectativas de inflación, y luego, en provocar un aumento de la liquidez mundial.

3 ENSEÑANZAS DE LA GRAN INFLACIÓN

La Gran Inflación brinda varias importantes enseñanzas para la política monetaria. En primer lugar, pone de relieve el papel fundamental que desempeña un ancla nominal sólida y creíble para mantener las expectativas de inflación firmemente asentadas. Una de las razones básicas del éxito conseguido por Alemania en los años setenta fue que, tras el colapso de Bretton Woods, este país adoptó rápidamente una nueva ancla nominal en forma de objetivos monetarios. Ello le permitió escapar al destino de países, como Estados Unidos, donde en los años setenta las expectativas de inflación se desanclaron progresivamente en todos los horizontes.

Una enseñanza igualmente importante es que la estabilidad de las expectativas de inflación no debería nunca darse por sentada. A este respecto, la experiencia de Estados Unidos en la segunda mitad de los años sesenta es especialmente ilustrativa y aleccionadora: con una inflación que aumentaba de forma constante, desde algo más del 1% a comienzos de 1965 hasta más del 5% a principios de los años setenta, las expectativas de inflación, que se habían mantenido notablemente estables hasta mediados de los años sesenta, comenzaron a derivar progresivamente al alza, en respuesta a la inflación observada. Ello muestra claramente que bastan unos años con datos de inflación sistemáticamente desalentadores para desanclar rápidamente las expectativas de inflación.

Esto lleva automáticamente a extraer otra enseñanza, concretamente, la importancia de la reputación y credibilidad del banco central que, según la conocida definición de Alan Blinder²⁹, dependen simplemente de que «los hechos se correspondan con las palabras», es decir, que los anuncios de política monetaria queden validados por los datos observados. De hecho, los responsables de la política monetaria de los años sesenta y setenta eran perfectamente conscientes de que, para

mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas, era de capital importancia conservar una sólida reputación antiinflacionista y que la única manera de conseguirlo era asegurar unos niveles de inflación reducidos y estables. Por ejemplo, en su declaración de febrero de 1965 ante el Comité Económico Conjunto, el presidente de la Reserva Federal Martin advirtió de los peligros asociados a una deriva al alza de la inflación, que provocaría probablemente una pérdida de credibilidad y perturbaciones en las expectativas de inflación, señalando que si no se impedía una deriva al alza de la inflación podría producirse una espiral inflacionista³⁰. Sus palabras resultaron ser proféticas, hasta el punto de que solo cuatro años más tarde, en la misma sede, afirmó que «el escepticismo del público acerca de la capacidad del Gobierno para «hacer algo» con los precios tiene sus raíces en esta inflación cada vez más acelerada.»³¹

A este respecto, la experiencia de la Gran Inflación no reveló a los bancos centrales ningún principio de política monetaria nuevo, fundamental y anteriormente desconocido, sino que grabó en su consciencia, a través de un ejemplo impactante, los peligros que se derivan de dejar desarrollarse una espiral inflacionista.

La Gran Inflación ilustró también los peligros que surgen a la hora de gestionar la política monetaria, al confiar en exceso en indicadores no observados, cuya medición es, por lo tanto, intrínsecamente deficiente, como la brecha de producción. Esta enseñanza es especialmente relevante en las circunstancias actuales, dado que la contracción económica asociada a la crisis financiera ha generado un alto grado de incertidumbre en torno a los actuales niveles del producto potencial y, por consiguiente, de las brechas de producción, en varios países. A este respecto, la experiencia alemana de los años setenta es, una vez más, especialmente interesante, ya que muestra claramente que las nefastas conse-

29 Véase Blinder, A., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.

30 Véase McChesney Martin, W., Jr., *Statement Before the Joint Economic Committee*, 26 de febrero de 1965.

31 McChesney Martin (1969, op cit.).

cuencias macroeconómicas potencialmente asociadas a errores de medición de la brecha de producción no son inevitables, y el hecho de que se materialicen o no depende, fundamentalmente, de la estrategia de política monetaria seguida por el banco central.

Finalmente, la experiencia de la Gran Inflación refutó claramente el concepto de correlación permanente aprovechable entre la inflación y la actividad económica, que había llegado a formar parte de la sabiduría convencional en la macroeconomía tras la publicación del trabajo seminal de A.W. Phillips en 1958³². Basándose en casi un siglo de datos británicos, Phillips había descubierto que existía una correlación negativa entre la inflación y la tasa de desempleo. Muchos interpretaron que este hallazgo ofrecía a los responsables de la política monetaria la posibilidad de elegir entre una serie de combinaciones de inflación y desempleo. En particular, se pensó que la sociedad podía elegir una tasa de inflación permanentemente más alta a cambio de un nivel de desempleo permanentemente más bajo. La experiencia de la Gran Inflación, en la que el aumento de la inflación se asoció sistemáticamente a una pésima evolución macroeconómica por el lado real de la economía, llevó a descartar de una vez por todas el concepto de correlación aprovechable entre la inflación y la actividad real, y contribuyó decididamente a la reafirmación de la posición «clásica» anterior a Phillips, según la cual, al distorsionar las señales de los precios, la inflación afecta al funcionamiento de las economías de mercado, ejerciendo en última instancia un impacto negativo sobre la evolución macroeconómica general³³. Esta posición, que el Premio Nobel de Economía de 1974, Friedrich Von Hayek³⁴, había expresado de manera elocuente en la época de la Gran Inflación, es hoy en día uno de los elementos básicos de la sabiduría convencional en la política monetaria y una enseñanza más de la Gran Inflación.

4 CONCLUSIONES

En lo que respecta a las causas de la Gran Inflación y a las enseñanzas que pueden extraerse de la misma para la política monetaria, cabe destacar tres puntos fundamentales. En primer lugar, contrariamente a la explicación «popular» de la mala suerte, según la cual el aumento de la inflación de los años setenta se debió simplemente a una secuencia de perturbaciones adversas de la oferta, la Gran Inflación fue resultado, principalmente, de importantes errores de política monetaria. Ello se desprende con toda claridad de la comparación entre la experiencia de Estados Unidos (que se encontraba en el epicentro de un episodio inflacionista particularmente intenso en ese país) y la de Alemania y Suiza (que consiguieron librarse, en gran medida, del mismo mediante la adopción de una política antiinflacionista adecuada). En segundo lugar, como corolario lógico, los brotes de inflación de esta magnitud no son ineludibles, y podrán evitarse en el futuro, siempre que se tengan muy presentes las enseñanzas de la Gran Inflación. En tercer lugar, a este respecto, tanto el diseño institucional de la Unión Económica y Monetaria, con la clara orientación que proporciona a los agentes económicos en cuanto a sus expectativas de inflación, como la estrategia de política monetaria del BCE, con el papel destacado que asigna al análisis monetario, tienen indudablemente en cuenta las principales enseñanzas de la Gran Inflación.

32 Phillips, A.W., «The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957», *Economica*, 25(100), 1958, pp. 283-299.

33 Véase, por ejemplo, el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», en el Boletín Mensual de mayo de 2008.

34 Al condenar las políticas inflacionistas de los años setenta, Hayek señaló que «el principal daño que causa la inflación [es] que la estructura de la economía se presenta en su conjunto de una manera distorsionada y sesgada que, tarde o temprano, hace inevitable un incremento del desempleo mayor que el que esa política tenía por objeto impedir». Véase Hayek, F. von, «Inflation's Path to Unemployment», *The Daily Telegraph*, 15-16 octubre de 1974, reimpresión en Hayek, F. von, *New Studies in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas*, The University of Chicago Press, 1978.

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	S55
6.2	Deuda	S56
6.3	Variaciones de la deuda	S57
6.4	Recursos, empleos y déficits/superávits; datos trimestrales	S58
6.5	Deuda trimestral y variaciones de la deuda	S59
7	OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	S60
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	S61
7.3	Cuenta financiera	S63
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	S69
7.5	Comercio exterior de bienes	S70
8	TIPOS DE CAMBIO	
8.1	Tipos de cambio efectivos	S72
8.2	Tipos de cambio bilaterales	S73
9	EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO	
9.1	En otros Estados miembros de la UE	S74
9.2	En Estados Unidos y Japón	S75
	LISTA DE GRÁFICOS	S76
	NOTAS TÉCNICAS	S77
	NOTAS GENERALES	S83

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	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,7	1,22	3,76
2009 II	8,1	5,6	4,4	-	2,1	27,7	1,31	3,99
III	12,2	4,5	2,7	-	0,4	25,2	0,87	3,64
IV	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	20,4	0,72	3,76
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	.	0,66	3,46
2009 Nov	12,5	1,8	-0,2	-0,1	-0,7	19,6	0,72	3,57
Dic	12,4	1,6	-0,3	-0,2	-0,2	12,9	0,71	3,76
2010 Ene	11,4	1,8	0,1	-0,2	-0,6	13,0	0,68	3,66
Feb	11,0	1,6	-0,3	-0,1	-0,4	10,3	0,66	3,49
Mar	10,9	1,7	-0,1	.	-0,2	.	0,64	3,46
Abr	.	.	.	.	.	.	0,64	3,40

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	3,5	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	3,3	-4,1	-15,0	71,1	-1,9	9,4
2009 III	-0,4	-7,8	3,0	-4,1	-14,5	70,3	-2,3	9,7
IV	0,4	-4,6	2,2	-2,2	-7,6	71,7	-2,1	9,8
2010 I	1,1	-0,2	.	.	.	73,9	.	10,0
2009 Nov	0,5	-4,4	-	-	-7,0	-	-	9,8
Dic	0,9	-2,9	-	-	-3,9	-	-	9,9
2010 Ene	1,0	-1,0	-	-	1,5	72,3	-	9,9
Feb	0,9	-0,4	-	-	4,0	-	-	10,0
Mar	1,4	0,9	-	-	.	-	-	10,0
Abr	1,5	.	-	-	.	75,5	-	.

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)	
							7		8
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	-144,0	-19,1	-198,7	344,1	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-47,8	39,5	-95,7	317,9	462,4	111,7	110,6	1,3948
2009 II	-19,8	14,0	0,3	70,8	381,5	111,1	110,2	1,3632
III	-2,2	13,8	-23,7	78,2	430,9	112,1	110,9	1,4303
IV	9,9	19,4	-7,8	63,1	462,4	113,8	112,2	1,4779
2010 I	.	.	.	.	498,6	108,7	106,9	1,3829
2009 Nov	-1,0	5,0	-7,4	-6,2	463,9	114,0	112,5	1,4914
Dic	10,9	5,9	2,7	61,1	462,4	113,0	111,3	1,4614
2010 Ene	-13,0	-7,4	-3,1	-0,7	468,7	110,8	108,9	1,4272
Feb	-4,3	5,3	0,2	10,7	492,6	108,0	106,0	1,3686
Mar	.	.	.	.	498,6	107,4	105,7	1,3569
Abr	.	.	.	.	.	106,1	104,4	1,3406

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. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

1. Activo

	9 abril 2010	16 abril 2010	23 abril 2010	30 abril 2010
Oro y derechos en oro	286.699	286.699	286.698	286.699
Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro	209.389	209.896	209.276	211.695
Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	28.501	28.367	28.041	27.216
Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	17.150	16.752	17.336	17.503
Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro	730.854	736.282	735.937	743.631
Operaciones principales de financiación	71.535	70.577	70.228	75.597
Operaciones de financiación a plazo más largo	659.283	665.669	665.670	667.245
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	1	2	754
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	35	35	37	36
Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	29.025	31.733	32.735	32.748
Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	348.494	351.004	352.127	354.744
Valores mantenidos con fines de política monetaria	46.107	47.216	48.546	50.243
Otros valores	302.387	303.788	303.581	304.501
Créditos en euros a las Administraciones Públicas	36.122	36.122	36.120	35.576
Otros activos	250.421	243.134	244.989	247.007
Total activo	1.936.654	1.939.989	1.943.260	1.956.819

2. Pasivo

	9 abril 2010	16 abril 2010	23 abril 2010	30 abril 2010
Billetes en circulación	797.516	794.451	792.846	798.145
Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro	427.223	430.869	421.473	449.106
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	177.926	259.749	204.112	197.496
Facilidad de depósito	249.291	171.114	217.361	251.609
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	7	5	0	0
Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	578	485	675	489
Certificados de deuda emitidos	0	0	0	0
Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro	120.445	125.615	137.804	113.086
Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	36.480	36.390	36.197	40.120
Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro	932	1.128	1.006	1.077
Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro	12.986	13.392	12.988	14.466
Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	53.033	53.033	53.033	53.033
Otros pasivos	161.598	158.765	161.376	161.435
Cuentas de revalorización	249.205	249.205	249.205	249.205
Capital y reservas	76.655	76.655	76.655	76.657
Total pasivo	1.936.654	1.939.989	1.943.260	1.956.819

Fuente: BCE.

1.2 Tipos de interés oficiales del BCE

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

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										
2010 6 Ene	54.023	100	54.023	1,00	-	-	-	-	7	
13	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	-	7	
20 20	58.020	101	58.020	1,00	-	-	-	-	7	
27	63.435	83	63.435	1,00	-	-	-	-	7	
3 Feb	55.824	74	55.824	1,00	-	-	-	-	7	
10	76.083	79	76.083	1,00	-	-	-	-	7	
17	81.935	78	81.935	1,00	-	-	-	-	7	
24	81.421	71	81.421	1,00	-	-	-	-	7	
3 Mar	80.455	65	80.455	1,00	-	-	-	-	7	
10	78.402	71	78.402	1,00	-	-	-	-	7	
17	79.032	79	79.032	1,00	-	-	-	-	7	
24	81.062	81	81.062	1,00	-	-	-	-	7	
31	78.266	73	78.266	1,00	-	-	-	-	7	
7 Abr	71.535	67	71.535	1,00	-	-	-	-	7	
14	70.577	68	70.577	1,00	-	-	-	-	7	
21	70.228	67	70.228	1,00	-	-	-	-	7	
28	75.624	66	75.624	1,00	-	-	-	-	7	
5 May	90.317	76	90.317	1,00	-	-	-	-	7	
Operaciones de financiación a plazo más largo										
2009 10 Dic	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	
2010 20 Ene	5.739	7	5.739	1,00	-	-	-	-	21	
28	3.268	22	3.268	1,00	-	-	-	-	91	
10 Feb	2.757	14	2.757	1,00	-	-	-	-	28	
25	10.205	23	10.205	1,00	-	-	-	-	91	
10 Mar	9.315	11	9.315	1,00	-	-	-	-	35	
1 Abr	2.015	11	2.015	1,00	-	-	-	-	91	
1 ⁶⁾	17.876	62	17.876	-	-	-	-	-	182	
14	15.730	12	15.730	1,00	-	-	-	-	28	
29	4.846	24	4.846	-	1,00	1,00	1,15	-	91	

2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo			Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal ⁵⁾	Tipo medio ponderado		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2009 10 Feb	Operaciones temporales	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1	
10 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1	
7 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1	
12 May	Captación de depósitos a plazo fijo	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1	
9 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1	
7 Jul	Captación de depósitos a plazo fijo	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1	
11 Ago	Operaciones temporales	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1	
8 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1	
13 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	0,74	1	
10 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
7 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
2010 19 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1	
9 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	270.783	187	270.566	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
9 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	295.461	193	294.486	-	-	1,00	0,80	0,76	1	
13 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	292.470	186	292.295	-	-	1,00	0,80	0,76	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, y en la operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses, que se liquidó el 1 de abril de 2010, 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 la 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 Oct	18.260,1	9.766,9	763,3	2.420,9	1.224,8	4.084,2	
Nov	18.285,8	9.743,0	756,6	2.436,5	1.245,0	4.104,6	
Dic	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	
2010 Ene	18.454,5	9.829,1	766,1	2.465,6	1.225,0	4.168,7	
Feb	18.516,5	9.828,4	759,3	2.479,5	1.282,5	4.166,8	

2. Reservas mantenidas

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 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	211,2	1,2	0,0	1,00
9 Feb	209,5	210,9	1,4	0,0	1,00
9 Mar	210,9	211,8	1,0	0,0	1,00
13 Abr	211,4	212,5	1,2	0,0	1,00
11 May	211,2	.	.	.	.

3. Liquidez

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez ²⁾	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
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 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
2010 19 Ene	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0
9 Feb	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8
9 Mar	426,9	80,5	641,1	0,9	38,0	186,4	10,5	784,6	113,2	-119,3	211,8	1.182,9
13 Abr	439,8	77,7	650,5	0,4	43,6	200,7	8,4	792,9	113,6	-116,1	212,5	1.206,1

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
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	1.029,6	19,9	0,6	1.009,1	300,7	257,2	1,9	41,6	-	17,4	431,1	8,9	258,4
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,6	2,4	40,3	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009 IV	2.830,4	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	3,6	79,8	-	16,5	557,7	8,5	320,5
2010 I ^(p)	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
2009 Oct	2.693,0	1.397,5	19,4	0,7	1.377,5	438,5	361,6	3,6	73,3	-	16,0	528,9	8,8	303,2
Nov	2.659,4	1.332,2	19,4	0,7	1.312,1	445,2	363,4	3,7	78,2	-	16,1	557,0	8,8	300,0
Dic	2.830,4	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	3,6	79,8	-	16,5	557,7	8,5	320,5
2010 Ene	2.823,5	1.464,9	19,5	0,7	1.444,8	451,7	364,3	3,8	83,6	-	16,2	563,2	8,4	319,1
Feb	2.867,1	1.479,4	19,5	0,7	1.459,3	465,4	373,7	3,9	87,9	-	16,1	585,8	8,4	312,0
Mar ^(p)	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
IFM, excluido el Eurosistema														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.835,8	18.052,0	968,0	10.771,4	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 IV	31.153,9	17.701,6	1.002,2	10.744,4	5.955,0	5.061,2	1.483,5	1.496,9	2.080,8	85,1	1.235,5	4.257,1	220,4	2.592,9
2010 I ^(p)	31.544,8	17.745,1	1.032,3	10.759,0	5.953,8	5.103,2	1.552,1	1.456,9	2.094,2	77,6	1.227,7	4.422,0	218,0	2.751,2
2009 Oct	31.212,0	17.658,7	1.014,3	10.722,5	5.921,9	5.101,9	1.517,6	1.490,2	2.094,1	88,7	1.224,9	4.264,0	217,1	2.656,8
Nov	31.333,6	17.673,6	1.006,7	10.751,8	5.915,1	5.106,7	1.519,5	1.490,7	2.096,5	88,2	1.239,0	4.243,2	218,1	2.764,7
Dic	31.153,9	17.701,6	1.002,2	10.744,4	5.955,0	5.061,2	1.483,5	1.496,9	2.080,8	85,1	1.235,5	4.257,1	220,4	2.592,9
2010 Ene	31.385,0	17.719,6	1.013,7	10.733,0	5.972,9	5.050,9	1.497,6	1.467,3	2.086,1	86,9	1.250,3	4.388,1	219,7	2.669,4
Feb	31.497,9	17.714,2	1.009,1	10.736,4	5.968,7	5.065,6	1.522,6	1.470,3	2.072,7	85,6	1.232,8	4.423,3	218,2	2.758,4
Mar ^(p)	31.544,8	17.745,1	1.032,3	10.759,0	5.953,8	5.103,2	1.552,1	1.456,9	2.094,2	77,6	1.227,7	4.422,0	218,0	2.751,2

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 ⁴⁾	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	697,0	739,1	23,9	19,1	696,2	-	0,1	238,0	113,9	258,1
2008	2.982,9	784,7	1.240,7	68,8	16,6	1.155,2	-	0,1	273,8	377,8	305,9
2009 IV	2.830,4	829,3	1.185,7	102,6	22,6	1.060,5	-	0,1	321,1	140,2	354,1
2010 I ^(p)	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
2009 Oct	2.693,0	794,1	1.098,0	152,8	26,0	919,2	-	0,1	297,3	144,9	358,7
Nov	2.659,4	798,7	1.037,9	129,3	27,7	880,9	-	0,1	321,4	143,9	357,4
Dic	2.830,4	829,3	1.185,7	102,6	22,6	1.060,5	-	0,1	321,1	140,2	354,1
2010 Ene	2.823,5	806,2	1.204,1	116,3	23,5	1.064,2	-	0,1	328,4	133,5	351,3
Feb	2.867,1	807,0	1.225,9	107,0	23,6	1.095,2	-	0,1	344,7	138,1	351,4
Mar ^(p)	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
IFM, excluido el Eurosistema											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.835,8	-	16.741,8	191,0	9.690,9	6.860,0	824,8	4.848,3	1.767,6	4.402,7	3.250,6
2009 IV	31.153,9	-	16.464,2	144,3	10.014,5	6.305,4	732,3	4.919,6	1.921,1	4.098,8	3.017,9
2010 I ^(p)	31.544,8	-	16.394,2	166,2	9.978,0	6.250,0	706,3	5.013,0	1.928,9	4.292,1	3.210,3
2009 Oct	31.212,0	-	16.346,2	164,9	9.898,7	6.282,7	823,8	4.929,5	1.890,5	4.084,8	3.137,1
Nov	31.333,6	-	16.356,8	174,8	9.897,0	6.285,0	810,2	4.931,7	1.902,2	4.072,5	3.260,2
Dic	31.153,9	-	16.464,2	144,3	10.014,5	6.305,4	732,3	4.919,6	1.921,1	4.098,8	3.017,9
2010 Ene	31.385,0	-	16.436,8	161,1	9.962,1	6.313,6	744,1	4.975,6	1.921,2	4.221,0	3.086,4
Feb	31.497,9	-	16.434,8	166,5	9.965,3	6.302,9	733,1	4.961,0	1.916,9	4.281,5	3.170,6
Mar ^(p)	31.544,8	-	16.394,2	166,2	9.978,0	6.250,0	706,3	5.013,0	1.928,9	4.292,1	3.210,3

Fuente: BCE.

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

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

3) 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	22.380,4	11.119,4	974,4	10.144,9	2.469,4	1.454,3	1.015,1	882,2	5.310,0	214,6	2.384,7
2008	24.116,3	11.760,6	988,6	10.772,0	2.973,4	1.564,3	1.409,1	786,1	5.239,1	220,0	3.137,1
2009 IV	23.828,6	11.766,7	1.021,7	10.745,1	3.352,3	1.851,8	1.500,5	811,7	4.814,8	228,9	2.854,2
2010 I ^(p)	24.250,2	11.811,5	1.051,8	10.759,6	3.389,2	1.928,2	1.461,0	793,6	5.005,0	226,4	3.024,5
2009 Oct	23.859,1	11.756,8	1.033,6	10.723,2	3.373,0	1.879,2	1.493,8	799,1	4.792,9	225,9	2.911,4
Nov	24.010,8	11.778,6	1.026,1	10.752,5	3.377,3	1.882,9	1.494,4	811,6	4.800,3	226,9	3.016,1
Dic	23.828,6	11.766,7	1.021,7	10.745,1	3.352,3	1.851,8	1.500,5	811,7	4.814,8	228,9	2.854,2
2010 Ene	24.034,4	11.766,8	1.033,2	10.733,7	3.333,0	1.861,9	1.471,1	815,7	4.951,3	228,1	2.939,4
Feb	24.196,0	11.765,6	1.028,5	10.737,0	3.370,4	1.896,3	1.474,1	801,4	5.009,1	226,6	3.023,0
Mar ^(p)	24.250,2	11.811,5	1.051,8	10.759,6	3.389,2	1.928,2	1.461,0	793,6	5.005,0	226,4	3.024,5
Operaciones											
2007	2.622,1	1.014,3	-10,0	1.024,4	289,0	-38,3	327,3	55,5	833,8	-1,2	431,1
2008	1.698,2	597,8	12,3	585,5	498,5	88,3	410,2	-56,1	-56,8	-3,0	718,9
2009 IV	-122,5	-3,0	10,2	-13,2	-5,8	-11,0	5,2	8,9	-36,1	3,9	-90,3
2010 I ^(p)	255,0	25,8	29,7	-3,9	31,1	75,1	-43,9	-11,9	62,7	-2,6	149,8
2009 Oct	-38,9	-18,6	19,6	-38,2	9,9	14,3	-4,4	2,9	10,8	0,8	-44,5
Nov	152,5	26,2	-4,8	31,0	3,6	2,4	1,2	12,6	6,0	1,0	103,1
Dic	-236,2	-10,7	-4,7	-6,0	-19,2	-27,7	8,5	-6,6	-52,9	2,1	-148,9
2010 Ene	107,2	-20,2	11,3	-31,5	-21,5	10,9	-32,4	5,7	69,7	-0,7	74,3
Feb	113,4	-2,2	-4,8	2,5	32,0	30,3	1,6	-11,7	6,5	-1,8	90,7
Mar ^(p)	34,4	48,3	23,2	25,1	20,7	33,8	-13,2	-5,9	-13,5	0,0	-15,2

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
Saldos vivos										
2007	22.380,4	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.009,2	-19,7
2008	24.116,3	722,9	259,8	9.707,5	725,7	2.828,6	1.613,6	4.780,5	3.556,5	-79,3
2009 IV	23.828,6	770,1	246,9	10.037,1	646,9	2.759,0	1.801,8	4.239,1	3.372,0	-44,6
2010 I ^(p)	24.250,2	768,9	267,4	9.999,9	628,7	2.826,7	1.831,3	4.427,6	3.559,9	-60,1
2009 Oct	23.859,1	745,5	317,7	9.924,7	734,9	2.762,2	1.745,9	4.229,7	3.495,8	-97,6
Nov	24.010,8	750,1	304,1	9.924,6	721,8	2.757,1	1.780,2	4.216,3	3.617,6	-61,3
Dic	23.828,6	770,1	246,9	10.037,1	646,9	2.759,0	1.801,8	4.239,1	3.372,0	-44,6
2010 Ene	24.034,4	757,2	277,4	9.985,6	657,1	2.806,0	1.798,8	4.354,5	3.437,7	-39,9
Feb	24.196,0	759,6	273,5	9.988,9	647,5	2.800,5	1.814,1	4.419,5	3.522,0	-29,8
Mar ^(p)	24.250,2	768,9	267,4	9.999,9	628,7	2.826,7	1.831,3	4.427,6	3.559,9	-60,1
Operaciones										
2007	2.622,1	45,8	-13,4	887,5	54,5	269,3	143,4	857,8	447,4	-70,4
2008	1.698,2	83,3	106,1	700,7	29,4	-30,1	138,5	91,5	602,6	-24,0
2009 IV	-122,5	29,4	-48,5	103,1	-46,1	-22,6	53,2	-88,6	-137,7	35,3
2010 I ^(p)	255,0	-1,2	20,5	-59,1	-13,6	41,4	8,1	82,8	185,2	-9,1
2009 Oct	-38,9	4,8	22,3	-0,5	-4,8	-10,6	1,9	1,2	-26,4	-26,8
Nov	152,5	4,6	-13,6	2,3	-15,0	1,1	14,4	12,3	110,8	35,5
Dic	-236,2	20,0	-57,2	101,3	-26,3	-13,2	36,8	-102,1	-222,1	26,7
2010 Ene	107,2	-12,9	30,6	-59,7	9,6	31,3	-4,4	51,2	70,9	-9,4
Feb	113,4	2,5	-3,9	-9,6	-9,6	-13,6	2,5	31,4	98,0	15,7
Mar ^(p)	34,4	9,2	-6,1	10,2	-13,6	23,7	10,0	0,2	16,2	-15,5

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

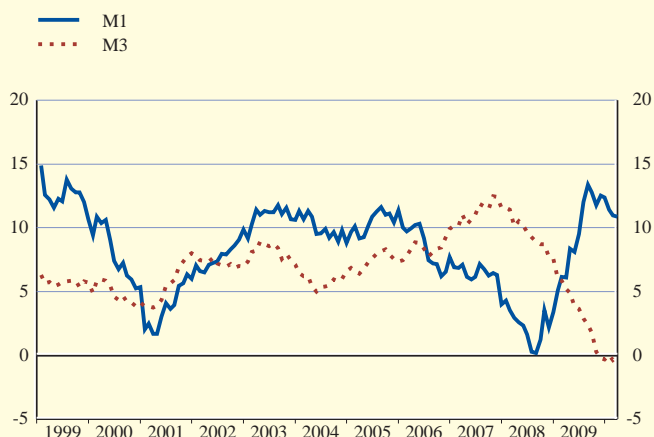
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	Prestamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulaciones ⁴⁾				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2007	3.831,9	3.508,3	7.340,2	1.302,6	8.642,8	-	6.019,1	2.449,9	12.053,7	10.153,6	-	638,7
2008	3.980,2	4.033,5	8.013,7	1.372,0	9.385,8	-	6.282,3	2.574,6	12.966,9	10.776,5	-	438,9
2009 IV	4.490,8	3.685,6	8.176,4	1.147,9	9.324,3	-	6.740,5	2.899,3	13.047,6	10.743,3	-	555,7
2010 I ^(p)	4.571,1	3.650,5	8.221,6	1.100,1	9.321,7	-	6.853,8	2.979,2	13.028,7	10.764,7	-	589,1
2009 Nov	4.460,1	3.709,6	8.169,6	1.175,0	9.344,6	-	6.719,8	2.908,5	13.047,5	10.745,2	-	560,7
2009 Dic	4.490,8	3.685,6	8.176,4	1.147,9	9.324,3	-	6.740,5	2.899,3	13.047,6	10.743,3	-	555,7
2010 Ene	4.536,7	3.661,5	8.198,2	1.104,5	9.302,6	-	6.799,1	2.898,3	13.035,9	10.736,8	-	580,8
2010 Feb	4.561,3	3.655,6	8.216,9	1.096,2	9.313,0	-	6.829,4	2.928,5	13.053,8	10.758,4	-	568,0
2010 Mar ^(p)	4.571,1	3.650,5	8.221,6	1.100,1	9.321,7	-	6.853,8	2.979,2	13.028,7	10.764,7	-	589,1
Operaciones												
2007	148,3	528,6	676,9	220,2	897,1	-	507,7	-51,0	1.403,5	1.024,8	1.115,4	-25,1
2008	130,2	484,4	614,5	44,8	659,3	-	257,4	100,8	928,0	581,2	737,0	-149,2
2009 IV	88,2	-101,5	-13,3	-23,4	-36,7	-	52,2	17,5	-20,2	-4,3	-5,7	27,3
2010 I ^(p)	76,4	-45,6	30,8	-42,3	-11,5	-	57,0	77,9	-35,5	3,0	-6,1	11,6
2009 Nov	1,8	-30,3	-28,5	-14,1	-42,6	-	34,0	-2,6	16,4	16,3	16,1	-12,9
2009 Dic	27,8	-28,8	-1,0	24,8	23,8	-	15,6	-5,9	-2,9	-0,6	-4,0	52,4
2010 Ene	43,9	-27,9	15,9	-42,7	-26,8	-	37,4	-0,5	-33,1	-26,5	-29,6	22,5
2010 Feb	22,7	-12,1	10,6	-8,6	2,0	-	4,8	25,9	18,3	20,8	17,0	-30,3
2010 Mar ^(p)	9,9	-5,6	4,3	9,0	13,3	-	14,7	52,5	-20,7	8,8	6,6	19,5
Tasas de crecimiento												
2007	4,0	17,8	10,2	20,1	11,6	11,9	9,3	-2,2	13,2	11,2	12,1	-25,1
2008	3,4	13,7	8,3	3,4	7,6	7,1	4,3	4,1	7,7	5,7	7,1	-149,2
2009 IV	12,4	-9,1	1,6	-11,3	-0,3	-0,2	6,7	12,1	0,6	-0,2	0,2	122,2
2010 I ^(p)	10,9	-8,0	1,7	-10,8	-0,1	-0,1	5,5	9,9	-0,1	-0,2	-0,1	156,9
2009 Nov	12,5	-8,7	1,8	-12,3	-0,2	-0,1	7,1	14,0	0,6	-0,7	0,1	26,4
2009 Dic	12,4	-9,1	1,6	-11,3	-0,3	-0,2	6,7	12,1	0,6	-0,2	0,2	122,2
2010 Ene	11,4	-8,1	1,8	-10,8	0,1	-0,2	6,0	9,9	0,0	-0,6	-0,3	210,0
2010 Feb	11,0	-8,1	1,6	-12,3	-0,3	-0,1	5,3	9,3	0,0	-0,4	-0,2	137,4
2010 Mar ^(p)	10,9	-8,0	1,7	-10,8	-0,1	.	5,5	9,9	-0,1	-0,2	-0,1	156,9

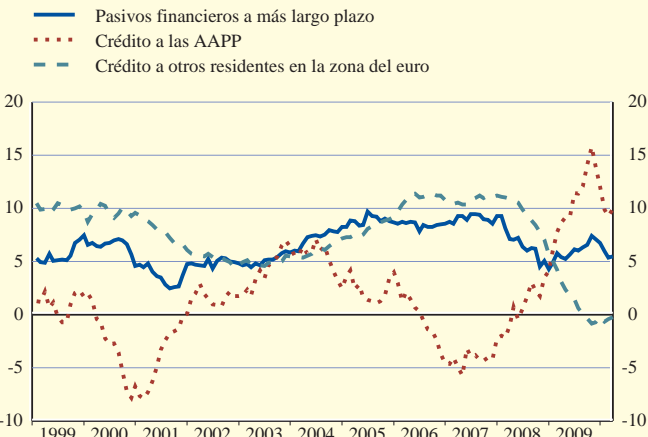
CI Agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



C2 Contrapartidas ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

2.3 Estadísticas monetarias ¹⁾

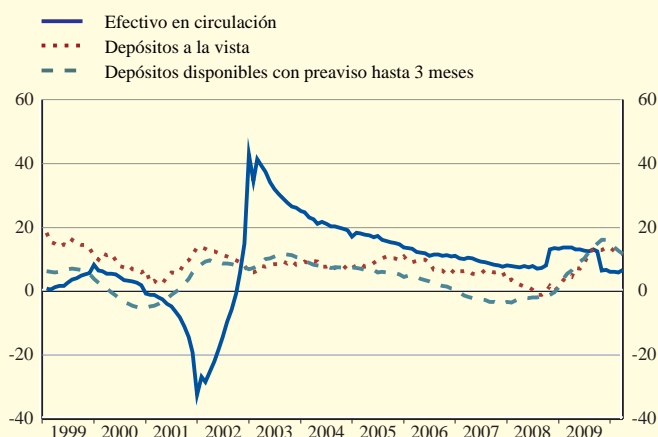
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento interanual a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	625,9	3.206,0	1.966,8	1.541,5	304,6	685,8	312,2	2.548,1	119,6	1.867,6	1.483,7
2008	710,6	3.269,7	2.464,9	1.568,6	350,3	754,9	266,8	2.573,9	121,6	1.984,4	1.602,3
2009 IV	755,3	3.735,5	1.879,6	1.806,0	341,5	673,5	132,9	2.638,6	131,9	2.181,4	1.788,7
2010 I ^(p)	775,6	3.795,5	1.814,8	1.835,7	340,3	625,8	133,9	2.694,5	132,2	2.197,6	1.829,5
2009 Nov	753,6	3.706,5	1.917,4	1.792,1	313,1	727,4	134,5	2.626,7	133,3	2.180,7	1.779,1
2009 Dic	755,3	3.735,5	1.879,6	1.806,0	341,5	673,5	132,9	2.638,6	131,9	2.181,4	1.788,7
2010 Ene	760,8	3.775,9	1.840,9	1.820,6	308,7	663,8	132,0	2.690,5	131,7	2.183,4	1.793,5
2010 Feb	764,8	3.796,5	1.826,1	1.829,5	324,3	645,6	126,3	2.681,6	131,2	2.201,5	1.815,1
2010 Mar ^(p)	775,6	3.795,5	1.814,8	1.835,7	340,3	625,8	133,9	2.694,5	132,2	2.197,6	1.829,5
Operaciones											
2007	46,7	101,6	580,6	-52,0	41,0	58,5	120,6	149,3	9,8	207,3	141,3
2008	83,6	46,5	463,8	20,5	46,9	32,6	-34,7	6,0	0,7	114,6	136,2
2009 IV	8,8	79,4	-147,4	45,9	13,6	-23,6	-13,4	4,3	-1,1	4,4	44,7
2010 I ^(p)	20,3	56,1	-74,2	28,6	-1,3	-43,0	2,0	28,4	0,3	8,8	19,5
2009 Nov	6,4	-4,6	-41,0	10,6	5,0	-15,9	-3,2	12,4	-0,9	6,4	16,1
2009 Dic	1,7	26,1	-42,6	13,7	28,1	-3,4	0,1	-5,0	-1,4	-2,5	24,6
2010 Ene	5,5	38,4	-41,5	13,5	-32,9	-10,2	0,4	34,5	-0,2	-0,3	3,5
2010 Feb	4,0	18,7	-21,0	8,9	15,6	-18,3	-6,0	-16,7	-0,5	13,3	8,7
2010 Mar ^(p)	10,8	-1,0	-11,8	6,2	16,0	-14,5	7,5	10,6	1,0	-4,2	7,3
Tasas de crecimiento											
2007	8,1	3,3	41,2	-3,3	15,5	9,2	62,1	6,3	9,6	12,4	10,8
2008	13,3	1,4	23,3	1,3	15,3	4,7	-11,6	0,3	0,5	6,1	9,3
2009 IV	6,1	13,7	-24,4	15,2	-2,5	-1,8	-49,5	2,9	7,2	9,6	9,2
2010 I ^(p)	6,8	11,8	-22,0	11,8	0,5	-10,9	-30,4	3,2	5,5	5,7	8,8
2009 Nov	6,7	13,8	-23,9	16,2	-6,0	-0,9	-50,9	4,0	11,3	11,0	7,0
2009 Dic	6,1	13,7	-24,4	15,2	-2,5	-1,8	-49,5	2,9	7,2	9,6	9,2
2010 Ene	6,2	12,6	-22,7	13,7	-4,9	-5,0	-38,8	3,8	6,1	7,2	7,9
2010 Feb	6,0	12,0	-22,5	12,7	-1,0	-8,9	-41,1	2,7	5,9	6,8	7,7
2010 Mar ^(p)	6,8	11,8	-22,0	11,8	0,5	-10,9	-30,4	3,2	5,5	5,7	8,8

C3 Componentes de los agregados monetarios ¹⁾

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

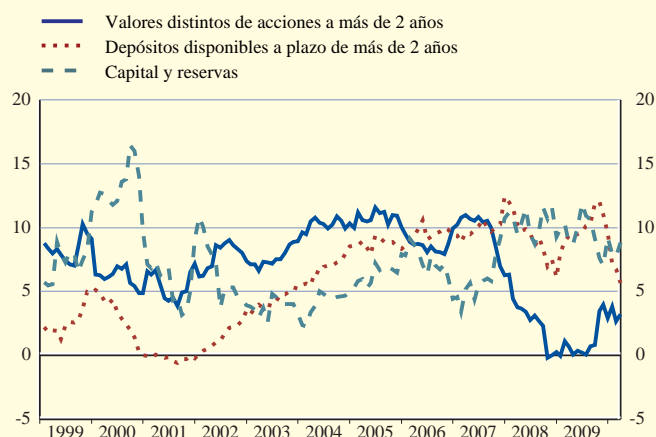


Fuente: BCE.

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.

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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)

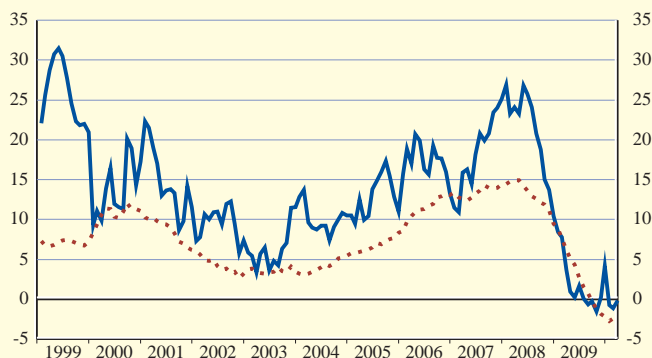
1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	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	876,6	4.384,6	1.282,9	859,8	2.241,9	4.784,9	616,7	3.421,0	747,3
2008	104,2	972,6	4.822,8	1.381,9	961,2	2.479,7	4.876,9	631,0	3.482,3	763,6
2009 IV	90,0	1.023,8	4.686,0	1.185,8	936,9	2.563,3	4.943,5	631,2	3.541,8	770,6
2010 I ^(p)	87,4	1.012,0	4.683,0	1.174,2	922,5	2.586,3	4.982,3	622,0	3.580,5	779,8
2009 Nov	86,3	1.004,4	4.723,3	1.212,2	939,9	2.571,1	4.931,3	628,7	3.526,2	776,4
Dic	90,0	1.023,8	4.686,0	1.185,8	936,9	2.563,3	4.943,5	631,2	3.541,8	770,6
2010 Ene	87,5	1.012,7	4.680,2	1.185,2	929,1	2.565,9	4.956,4	627,1	3.554,8	774,6
Feb	91,3	1.005,2	4.694,7	1.183,9	931,1	2.579,7	4.967,2	624,9	3.565,4	777,0
Mar ^(p)	87,4	1.012,0	4.683,0	1.174,2	922,5	2.586,3	4.982,3	622,0	3.580,5	779,8
Operaciones										
2007	16,7	175,2	554,9	145,6	155,7	253,6	278,0	31,4	226,5	20,0
2008	-4,4	86,8	418,9	87,1	119,9	212,0	79,8	10,4	52,2	17,2
2009 IV	-3,4	10,3	-46,2	-45,4	-15,1	14,2	35,0	1,3	29,6	4,2
2010 I ^(p)	-2,7	-33,4	-0,7	-1,9	-11,2	12,4	39,9	-5,3	36,3	8,8
2009 Nov	-3,0	13,2	-9,4	-10,6	-6,9	8,1	15,5	0,3	7,4	7,7
Dic	3,7	6,3	-22,3	-18,9	-2,7	-0,8	11,8	2,4	14,3	-4,8
2010 Ene	-2,5	-29,8	-7,0	-1,1	-7,0	1,1	12,8	-2,7	12,1	3,3
Feb	3,7	-7,3	13,3	-1,8	2,4	12,7	11,1	-1,6	10,1	2,7
Mar ^(p)	-3,9	3,7	-7,0	0,9	-6,5	-1,4	16,0	-0,9	14,1	2,8
Tasas de crecimiento										
2007	18,2	24,7	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008	-4,1	9,9	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 IV	-12,4	3,7	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	0,0	1,4	1,6
2010 I ^(p)	-10,8	-0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,7	2,2	-1,1	2,6	2,9
2009 Nov	-14,2	0,3	-1,9	-12,1	-1,3	3,6	0,5	-1,0	0,3	2,5
Dic	-12,4	3,7	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	0,0	1,4	1,6
2010 Ene	-9,7	-0,5	-2,7	-12,9	-3,5	3,1	1,6	-0,5	1,8	2,2
Feb	-4,7	-0,8	-2,4	-12,0	-3,5	3,1	1,8	-0,8	2,1	2,7
Mar ^(p)	-10,8	-0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,7	2,2	-1,1	2,6	2,9

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.

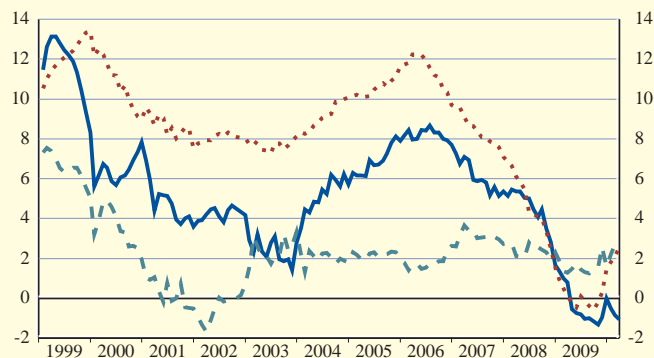
3) Incluidos fondos de inversión.

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	93,0	69,3	5,7	18,0	962,1	555,0	169,0	238,0	4.828,4	1.377,6	961,4	2.489,4
2009 IV	80,3	57,4	7,0	15,9	1.016,9	592,6	173,4	250,9	4.692,3	1.181,7	937,3	2.573,3
2010 I ^(p)	87,1	65,4	5,8	15,9	1.019,7	593,8	172,6	253,3	4.679,5	1.170,9	923,7	2.584,9
2010 Ene	86,0	62,4	7,3	16,3	1.007,0	584,5	170,3	252,2	4.685,7	1.185,7	928,7	2.571,3
Feb	88,2	66,5	5,7	16,0	998,9	574,5	171,1	253,2	4.689,8	1.180,1	929,7	2.580,0
Mar ^(p)	87,1	65,4	5,8	15,9	1.019,7	593,8	172,6	253,3	4.679,5	1.170,9	923,7	2.584,9
Operaciones												
2008	-4,0	-3,1	-1,8	0,9	89,7	27,3	20,1	42,4	419,5	86,4	120,1	213,0
2009 IV	-14,0	-14,2	-0,8	1,0	-9,8	-5,4	-5,2	0,8	-29,3	-46,1	-12,4	29,2
2010 I ^(p)	6,6	7,9	-1,3	0,0	-18,8	-15,1	-5,4	1,7	-10,6	-1,1	-10,4	1,0
2010 Ene	5,7	5,0	0,3	0,4	-28,6	-26,7	-3,7	1,8	-7,8	3,5	-7,8	-3,5
Feb	2,2	4,0	-1,6	-0,3	-8,0	-8,3	-0,1	0,5	2,8	-6,1	1,4	7,6
Mar ^(p)	-1,2	-1,1	0,0	-0,1	17,8	20,0	-1,6	-0,6	-5,6	1,4	-4,0	-3,1
Tasas de crecimiento												
2008	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,5	5,4	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 IV	-12,5	-17,1	23,4	-3,7	4,1	4,4	4,4	3,1	-2,2	-13,2	-1,9	3,8
2010 I ^(p)	-10,6	-12,5	-6,8	-2,1	-0,2	-0,7	-5,6	4,9	-2,4	-10,6	-4,4	2,7
2010 Ene	-9,7	-13,9	12,5	1,7	-0,7	-2,0	-3,4	4,3	-2,7	-12,9	-3,4	3,2
Feb	-4,9	-4,9	-11,5	-0,7	-1,1	-2,0	-4,1	3,3	-2,4	-12,0	-3,5	3,1
Mar ^(p)	-10,6	-12,5	-6,8	-2,1	-0,2	-0,7	-5,6	4,9	-2,4	-10,6	-4,4	2,7

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	4.887,9	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	764,5	155,0	90,5	519,0
2009 IV	4.954,9	633,2	135,6	195,0	302,7	3.550,2	14,8	60,9	3.474,5	771,5	146,3	87,3	538,0
2010 I ^(p)	4.972,7	619,8	130,5	191,1	298,1	3.574,8	14,8	60,7	3.499,4	778,1	147,4	85,6	545,1
2010 Ene	4.954,2	624,1	133,6	192,1	298,4	3.556,3	14,8	60,9	3.480,6	773,8	146,9	85,8	541,1
Feb	4.959,4	619,9	130,6	191,2	298,0	3.564,3	14,6	60,8	3.488,8	775,3	146,8	85,6	542,8
Mar ^(p)	4.972,7	619,8	130,5	191,1	298,1	3.574,8	14,8	60,7	3.499,4	778,1	147,4	85,6	545,1
Operaciones													
2008	80,2	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,6	1,1	-3,8	55,3	17,2	2,5	-5,3	20,1
2009 IV	39,9	1,5	3,0	-1,1	-0,5	33,9	-0,4	-1,6	35,9	4,6	-2,3	0,0	6,9
2010 I ^(p)	18,9	-9,6	-3,5	-2,6	-3,5	22,2	0,0	0,1	22,2	6,2	0,6	-1,0	6,7
2010 Ene	-0,9	-7,7	-1,5	-2,8	-3,3	5,3	0,0	0,0	5,3	1,6	0,2	-0,8	2,2
Feb	5,6	-3,7	-3,0	-0,5	-0,2	7,4	-0,1	-0,2	7,7	1,8	0,0	-0,2	2,0
Mar ^(p)	14,2	1,8	1,0	0,7	0,1	9,5	0,1	0,2	9,2	2,8	0,4	-0,1	2,5
Tasas de crecimiento													
2008	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 IV	1,3	0,0	-0,9	-2,2	1,9	1,5	-15,3	-12,0	1,8	1,6	-5,0	-1,9	4,2
2010 I ^(p)	2,2	-1,0	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,9	-2,0	-1,4	5,1
2010 Ene	1,6	-0,5	-0,4	-3,0	1,1	1,8	-15,5	-9,7	2,1	2,2	-3,0	-1,7	4,4
Feb	1,8	-0,8	-1,9	-2,8	1,0	2,1	-15,2	-9,4	2,4	2,7	-1,8	-1,6	4,7
Mar ^(p)	2,2	-1,0	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,9	-2,0	-1,4	5,1

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) 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)}

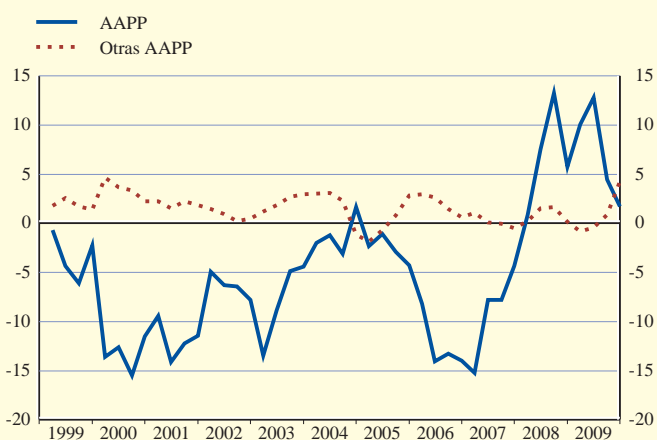
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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										
2007	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008	968,0	227,0	210,1	508,6	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 I	971,0	232,9	205,6	511,5	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
II	998,5	249,3	206,5	514,1	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
III	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,0	1.894,0	914,0	47,7	866,2
IV ^(p)	1.002,2	230,9	211,0	528,0	32,3	2.826,2	1.913,2	915,0	46,5	868,5
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
2009 I	2,0	5,5	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
II	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
III	-3,8	-13,3	3,2	4,2	2,1	-75,3	-69,9	-5,4	0,6	-6,0
IV ^(p)	10,1	-5,2	1,3	11,4	1,6	-4,2	6,5	-9,4	-1,2	-8,2
Tasas de crecimiento										
2007	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008	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
II	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,6	-7,5
III	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,8
IV ^(p)	3,8	1,7	0,5	4,0	45,4	-11,8	-15,3	-3,5	-2,8	-3,6

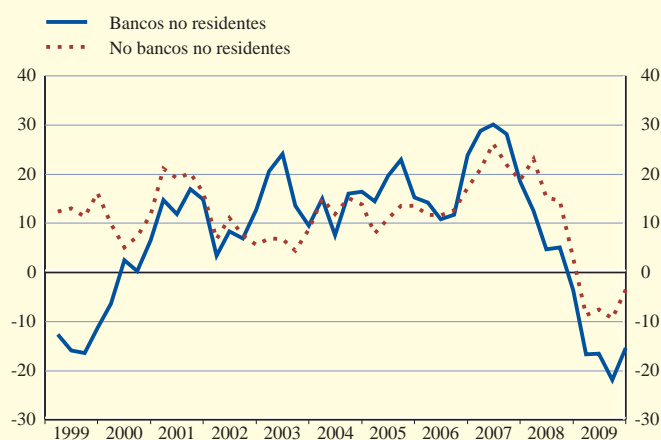
C7 Préstamos a las AAPP ²⁾

(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)}

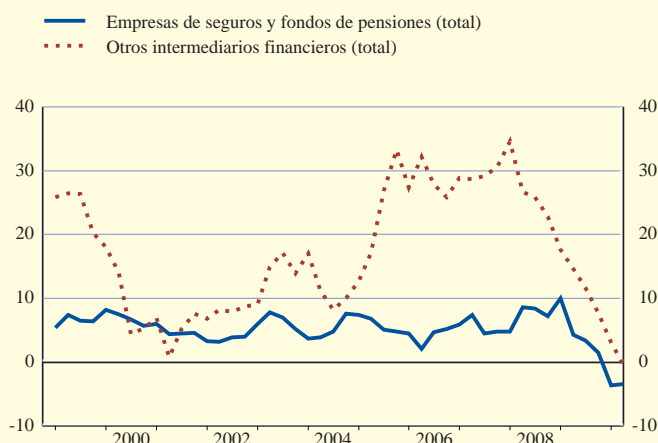
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,5	320,2	421,0	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 IV	738,3	84,2	87,0	543,3	2,2	1,4	20,2	1.852,4	311,9	331,8	940,7	15,9	0,0	252,1
2010 I ^(p)	735,9	87,1	85,0	539,7	2,5	1,4	20,2	1.839,2	331,0	308,5	913,2	17,1	0,1	269,3
2009 Nov	734,5	84,6	79,1	545,7	2,0	1,4	21,6	1.850,3	325,9	332,3	938,0	16,1	0,0	237,9
2009 Dic	738,3	84,2	87,0	543,3	2,2	1,4	20,2	1.852,4	311,9	331,8	940,7	15,9	0,0	252,1
2010 Ene	743,0	93,8	82,9	540,2	2,3	1,4	22,3	1.830,2	341,7	319,7	918,1	17,1	0,0	233,6
2010 Feb	736,4	90,3	85,6	539,5	2,3	1,4	17,3	1.850,0	334,5	323,4	919,4	17,0	0,2	255,5
2010 Mar ^(p)	735,9	87,1	85,0	539,7	2,5	1,4	20,2	1.839,2	331,0	308,5	913,2	17,1	0,1	269,3
Operaciones														
2007	31,3	0,8	10,4	24,7	-0,3	-0,3	-4,1	394,9	33,9	98,7	236,3	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	269,3	4,5	72,2	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009 IV	-4,6	0,6	0,8	-7,3	0,3	0,0	1,1	-17,8	-3,4	-4,1	-10,3	1,4	-0,1	-1,2
2010 I ^(p)	-2,9	2,7	-2,2	-3,7	0,3	0,0	0,0	-29,8	16,9	-30,1	-34,9	1,0	0,1	17,1
2009 Nov	-8,1	-4,1	-4,9	-2,3	0,0	0,0	3,2	7,1	7,2	-4,4	0,0	0,3	-0,1	4,0
2009 Dic	1,0	-1,1	5,7	-2,4	0,2	0,0	-1,3	-3,7	-14,9	-2,1	-0,5	-0,3	0,0	14,1
2010 Ene	4,4	9,5	-4,2	-3,1	0,2	0,0	2,1	-26,6	28,8	-13,1	-24,8	1,1	0,0	-18,6
2010 Feb	-6,8	-3,5	2,6	-0,8	0,0	0,0	-5,0	9,0	-8,0	-1,2	-3,6	-0,1	0,1	21,9
2010 Mar ^(p)	-0,5	-3,2	-0,6	0,2	0,2	0,0	3,0	-12,2	-3,8	-15,7	-6,5	0,0	0,0	13,8
Tasas de crecimiento														
2007	4,8	1,1	17,5	4,9	-25,3	-	-16,4	34,5	12,0	39,7	49,5	16,4	-	19,1
2008	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,1	20,0	-2,5	-	34,6
2009 IV	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	1,5	-22,1	10,0	30,0	-	28,0
2010 I ^(p)	-3,4	-4,4	-15,6	-1,1	53,8	-	-5,6	-0,4	3,2	-15,4	0,0	18,1	-	14,7
2009 Nov	-0,8	-0,3	-17,5	1,6	89,8	-	9,6	5,0	7,9	-24,6	15,1	37,9	-	23,1
2009 Dic	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	1,5	-22,1	10,0	30,0	-	28,0
2010 Ene	-3,3	-7,9	-18,0	-0,5	89,2	-	10,8	2,0	4,0	-13,1	4,4	33,7	-	14,1
2010 Feb	-3,2	-3,0	-14,6	-0,8	64,7	-	-18,9	1,6	2,2	-13,1	2,6	21,8	-	20,6
2010 Mar ^(p)	-3,4	-4,4	-15,6	-1,1	53,8	-	-5,6	-0,4	3,2	-15,4	0,0	18,1	-	14,7

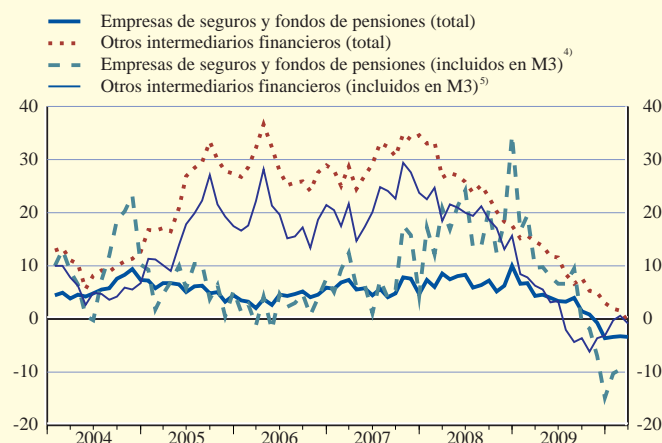
C9 Depósitos totales por sector ²⁾

(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)}

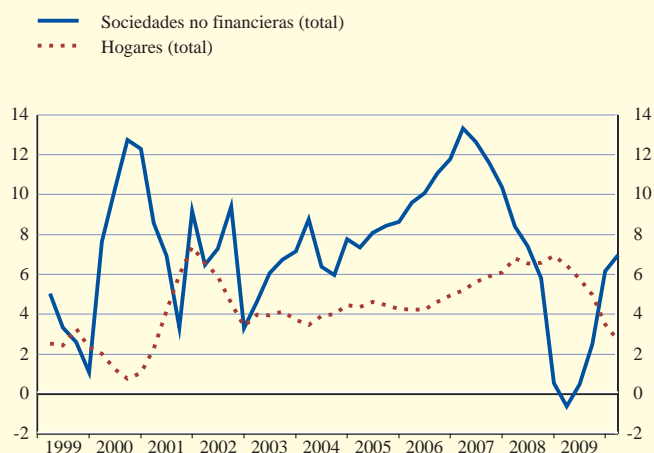
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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	12	13	14	15	
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	1.502,9	883,4	502,2	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 IV	1.603,3	1.001,2	434,6	80,7	68,7	1,7	16,3	5.591,6	2.155,7	988,6	605,5	1.680,8	123,7	37,3
2010 I ^(p)	1.578,1	982,4	425,5	83,0	72,9	1,8	12,6	5.593,4	2.157,7	924,9	631,6	1.721,4	121,7	36,1
2009 Nov	1.564,1	971,3	435,6	79,7	61,2	1,6	14,8	5.507,6	2.098,9	1.010,6	584,2	1.650,7	124,7	38,5
2009 Dic	1.603,3	1.001,2	434,6	80,7	68,7	1,7	16,3	5.591,6	2.155,7	988,6	605,5	1.680,8	123,7	37,3
2010 Ene	1.548,0	964,2	418,5	81,7	68,7	1,7	13,2	5.611,4	2.174,0	953,8	615,5	1.708,9	122,2	37,0
2010 Feb	1.534,7	954,1	414,7	81,7	70,7	1,8	11,7	5.612,4	2.176,5	935,8	624,9	1.715,9	121,6	37,7
2010 Mar ^(p)	1.578,1	982,4	425,5	83,0	72,9	1,8	12,6	5.593,4	2.157,7	924,9	631,6	1.721,4	121,7	36,1
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 IV	51,6	49,4	-10,0	2,7	10,4	0,2	-1,1	91,5	102,5	-96,3	44,9	43,9	2,3	-5,8
2010 I ^(p)	-27,5	-20,3	-10,4	2,5	4,2	0,1	-3,7	-0,5	2,1	-64,8	25,8	39,6	-2,0	-1,2
2009 Nov	3,5	8,3	-6,7	1,1	1,1	0,0	-0,3	-3,1	14,0	-29,6	10,5	2,5	0,9	-1,4
2009 Dic	37,5	28,8	-1,5	1,0	7,6	0,1	1,5	83,0	56,4	-22,6	21,3	30,0	-1,0	-1,1
2010 Ene	-57,3	-38,2	-17,0	1,1	0,0	0,0	-3,1	18,3	18,7	-35,5	9,8	27,1	-1,5	-0,3
2010 Feb	-14,2	-10,7	-4,2	0,1	2,0	0,0	-1,4	0,0	2,2	-18,6	9,4	6,9	-0,6	0,7
2010 Mar ^(p)	44,0	28,7	10,9	1,3	2,2	0,1	0,9	-18,8	-18,8	-10,7	6,6	5,6	0,1	-1,6
Tasas de crecimiento														
2007	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	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 IV	6,1	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 I ^(p)	7,0	12,7	-10,5	17,8	89,6	37,1	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	9,9	5,3	-41,2
2009 Nov	4,0	11,5	-15,2	20,6	134,4	19,5	-40,7	3,5	16,8	-25,5	13,4	14,0	12,2	-59,5
2009 Dic	6,1	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 Ene	5,1	10,6	-12,8	20,8	115,1	32,9	-33,4	3,3	17,1	-28,4	17,8	11,6	6,3	-51,6
2010 Feb	5,1	11,3	-12,9	18,1	100,9	32,4	-45,1	3,1	15,6	-28,4	19,7	10,8	5,8	-46,1
2010 Mar ^(p)	7,0	12,7	-10,5	17,8	89,6	37,1	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	9,9	5,3	-41,2

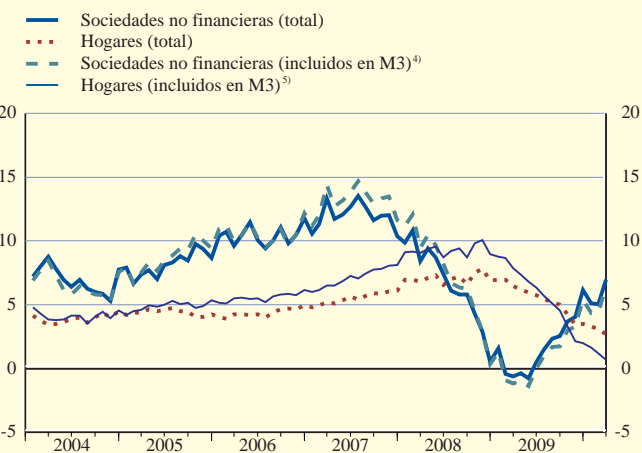
CII Depósitos totales por sector ²⁾

(tasas de crecimiento interanual)



C12 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 instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

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

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

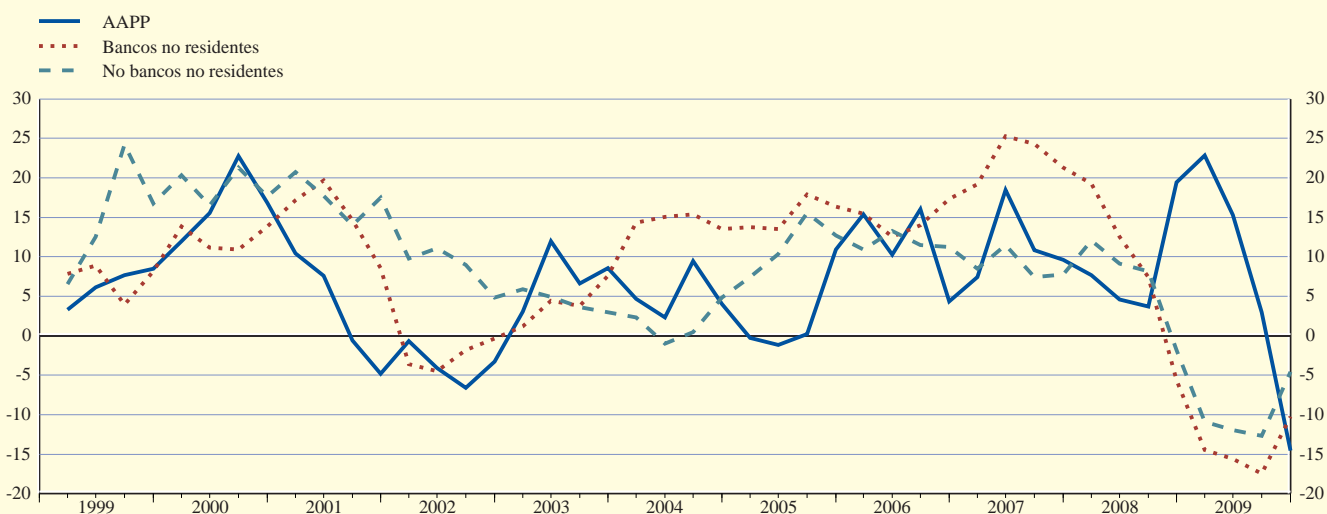
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos ³⁾	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008	445,0	191,0	52,3	115,9	85,8	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 I	464,4	216,4	50,6	114,5	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
II	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
III	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	794,9
IV ^(p)	373,2	144,3	45,1	113,1	70,8	3.369,6	2.518,5	850,9	60,1	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
2009 ^(p)	-64,8	-38,1	-7,2	-3,6	-15,4	-330,8	-290,0	-41,0	-1,3	-39,7
2009 I	15,7	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
II	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
III	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,0	-7,1	-0,2	-6,9
IV ^(p)	-30,1	-12,7	-6,1	-9,9	-0,8	-81,2	-71,8	-9,7	0,6	-10,3
Tasas de crecimiento										
2007	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,7	-5,6	-1,8	-25,6	2,6
2009 I	22,8	52,6	2,2	5,7	6,5	-13,6	-14,5	-10,9	-24,1	-8,8
II	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
III	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
IV ^(p)	-14,6	-20,0	-13,7	-3,1	-17,9	-8,9	-10,3	-4,6	-2,0	-4,8

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.

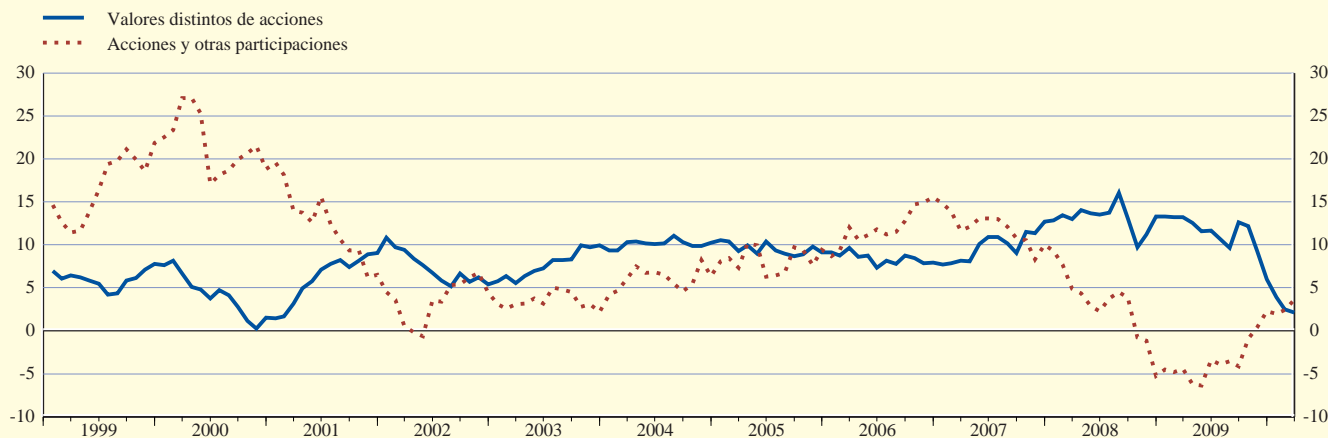
2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM ^{1), 2)}

(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	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	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 IV	6.209,2	1.971,7	109,2	1.467,4	16,1	1.457,5	39,4	1.148,0	1.515,7	435,4	800,1	280,2
2010 I ^(p)	6.277,2	1.980,2	114,0	1.535,4	16,7	1.416,8	40,1	1.174,0	1.515,3	445,8	781,9	287,6
2009 Nov	6.256,3	1.993,5	102,9	1.503,8	15,7	1.449,0	41,7	1.149,6	1.515,3	438,6	800,4	276,3
Dic	6.209,2	1.971,7	109,2	1.467,4	16,1	1.457,5	39,4	1.148,0	1.515,7	435,4	800,1	280,2
2010 Ene	6.224,2	1.974,4	111,7	1.478,5	19,1	1.426,2	41,1	1.173,2	1.531,3	445,9	804,4	281,0
Feb	6.246,3	1.961,8	110,9	1.506,4	16,2	1.429,6	40,7	1.180,7	1.514,9	442,6	790,2	282,2
Mar ^(p)	6.277,2	1.980,2	114,0	1.535,4	16,7	1.416,8	40,1	1.174,0	1.515,3	445,8	781,9	287,6
Operaciones												
2007	592,4	136,0	18,1	-86,2	1,5	318,3	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	692,8	212,4	5,9	36,5	1,9	390,7	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009 IV	-97,7	-44,2	4,4	-17,4	-2,2	12,2	-7,3	-43,3	13,4	1,7	8,6	3,2
2010 I ^(p)	29,5	7,6	-0,1	68,5	-0,3	-42,4	-2,0	-1,8	15,2	13,4	-11,9	13,8
2009 Nov	-8,8	-0,9	1,4	2,3	-1,6	1,4	-0,3	-11,2	14,3	2,4	12,6	-0,7
Dic	-64,9	-20,9	2,9	-33,9	0,1	12,2	-3,6	-21,7	-6,9	-2,6	-6,7	2,5
2010 Ene	-8,7	2,7	-0,7	12,2	2,5	-33,0	0,4	7,3	20,5	12,4	5,7	2,4
Feb	6,2	-14,5	-1,9	25,0	-3,2	2,7	-1,1	-0,8	-11,1	-2,5	-11,8	3,2
Mar ^(p)	32,0	19,4	2,5	31,2	0,5	-12,2	-1,3	-8,3	5,8	3,5	-5,9	8,2
Tasas de crecimiento												
2007	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008	13,3	12,7	8,1	3,1	9,9	40,0	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 IV	6,0	4,3	17,4	19,0	-16,0	7,5	-23,2	-5,4	2,3	5,0	1,3	0,9
2010 I ^(p)	2,1	-0,3	7,9	12,4	-18,9	1,4	-23,1	-3,9	3,6	7,4	0,4	6,8
2009 Nov	9,3	5,8	10,8	23,1	-3,9	14,3	-9,2	-3,3	0,4	7,4	-2,0	-2,9
Dic	6,0	4,3	17,4	19,0	-16,0	7,5	-23,2	-5,4	2,3	5,0	1,3	0,9
2010 Ene	3,9	1,3	12,2	15,1	-12,5	5,4	-22,7	-4,7	2,0	6,9	0,6	-1,5
Feb	2,5	-0,7	6,7	13,8	-19,0	4,0	-24,6	-5,0	2,5	7,0	0,1	2,2
Mar ^(p)	2,1	-0,3	7,9	12,4	-18,9	1,4	-23,1	-3,9	3,6	7,4	0,4	6,8

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	-7,4	-1,8	-2,2	-3,4	-3,9	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2009 III	-1,7	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
IV	-2,4	-0,8	-0,7	-0,9	-1,0	0,0	-0,1	-0,9	-2,3	-0,4	-0,6	-1,2
2010 I ^(p)	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
2010 Ene	-0,6	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,4	-0,2	-0,6
Feb	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
Mar ^(p)	-1,0	-0,7	-0,5	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4

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	-35,5	-12,7	-12,5	-10,3	-6,8	-2,6	-4,2
2009 III	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
IV	-15,4	-5,3	-6,3	-3,8	-2,1	-0,5	-1,6
2010 I ^(p)	-9,4	-7,1	-4,0	1,7	-1,0	-0,4	-0,6
2010 Ene	-3,6	-1,2	-1,0	-1,3	-0,5	-0,4	-0,2
Feb	-1,7	-0,5	-1,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,4
Mar ^(p)	-4,1	-5,4	-2,0	3,2	-0,1	0,0	-0,1

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	2,5	7,5	0,2	-3,5	-0,1	-0,1	0,9	-2,4	6,6	1,6	3,2	1,8
2009 III	17,3	4,6	0,1	3,6	0,0	3,4	0,2	5,3	16,0	4,9	9,2	1,9
IV	1,7	1,2	0,1	-1,8	-0,1	1,0	0,0	1,4	-0,5	-2,2	0,8	0,9
2010 I ^(p)	13,5	3,8	0,2	3,5	0,1	2,2	0,1	3,7	-6,2	-2,5	-1,2	-2,5
2010 Ene	-0,1	-0,1	0,1	-1,2	0,0	0,4	0,1	0,5	-4,9	-1,9	-1,4	-1,6
Feb	6,5	1,4	0,0	2,9	0,1	0,7	0,0	1,4	-5,3	-0,8	-2,5	-2,0
Mar ^(p)	7,1	2,4	0,1	1,8	0,0	1,1	0,0	1,8	4,0	0,2	2,7	1,1

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) 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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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														
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.054,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.860,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,8	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 I	6.607,9	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.989,5	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
II	6.625,7	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.145,9	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
III	6.287,5	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.061,2	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
IV ^(p)	6.305,4	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.158,8	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
De no residentes en la zona del euro														
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	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	2.564,0	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	858,5	54,1	45,9	30,6	1,5	1,6	7,7
IV ^(p)	2.518,5	49,3	50,7	34,1	1,6	2,2	9,7	850,9	53,1	46,9	31,5	1,3	1,7	7,5

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro ⁴⁾	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008	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	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
III	5.203,2	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
IV ^(p)	5.179,5	83,3	16,7	8,7	1,7	1,9	2,5

Fuente: BCE.

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

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

3) 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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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														
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008	6.312,6	-	-	-	-	-	11.739,4	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 I	6.128,0	-	-	-	-	-	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	5.911,4	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
IV ^(p)	5.955,0	-	-	-	-	-	11.746,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
A no residentes en la zona del euro														
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	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	1.894,0	45,5	54,5	29,9	2,7	3,1	12,6	914,0	40,4	59,6	41,9	1,5	3,8	7,6
IV ^(p)	1.913,2	45,9	54,1	29,5	2,5	3,0	12,6	915,0	39,9	60,1	42,0	1,5	3,7	8,1

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	USD	JPY	CHF			GBP	Total	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														
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.210,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	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	2.834,2	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	2.117,9	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.997,4	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
IV ^(p)	2.080,8	94,8	5,2	3,0	0,2	0,3	1,4	2.980,4	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
Emitidos por no residentes en la zona del euro														
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	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	597,8	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,8	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	562,7	56,3	43,7	25,3	0,6	0,5	14,7	618,3	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
IV ^(p)	547,9	55,6	44,4	26,5	0,4	0,5	14,9	604,6	34,7	65,3	38,6	4,0	0,9	15,5

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) 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 Ago	5.105,3	374,7	1.969,4	1.496,8	660,6	209,2	394,6
Sep	5.161,5	348,9	1.998,6	1.544,8	680,3	205,1	383,8
Oct	5.170,9	351,1	2.017,6	1.522,0	687,1	207,0	386,0
Nov	5.235,1	340,2	2.043,3	1.560,5	692,6	207,3	391,1
Dic	5.363,9	343,0	2.076,2	1.671,0	707,5	211,8	354,4
2010 Ene	5.422,7	349,0	2.123,1	1.638,3	715,4	214,3	382,6
Feb ^(p)	5.484,5	351,0	2.139,6	1.662,7	732,7	215,3	383,2
Operaciones							
2009 II	107,1	-0,7	99,9	19,5	2,2	10,0	-23,8
III	171,9	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,0	-12,6
IV	98,5	-11,9	63,6	46,2	15,8	9,3	-24,5

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 Ago	5.105,3	105,8	4.648,5	3.803,9	491,5	844,6	350,9
Sep	5.161,5	96,7	4.738,3	3.875,4	513,9	862,9	326,6
Oct	5.170,9	95,6	4.742,3	3.867,4	522,2	874,9	333,0
Nov	5.235,1	96,3	4.802,7	3.902,3	528,1	900,4	336,1
Dic	5.363,9	99,3	4.959,2	4.009,4	538,6	949,8	305,5
2010 Ene	5.422,7	100,1	4.992,6	4.038,7	541,1	953,9	330,0
Feb ^(p)	5.484,5	100,2	5.051,2	4.072,9	547,6	978,3	333,1
Operaciones							
2009 II	107,1	0,3	93,5	75,0	20,9	18,5	13,3
III	171,9	0,9	185,8	99,3	16,8	86,5	-14,8
IV	98,5	3,0	118,0	74,1	15,1	44,0	-22,6

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
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2009 Jul	4.553,1	1.494,0	1.249,6	1.111,3	227,2	78,2	392,7	4.485,3	67,8	1.285,4
Ago	4.648,5	1.515,9	1.293,0	1.139,7	230,5	78,2	391,3	4.580,4	68,1	1.285,2
Sep	4.738,3	1.531,4	1.344,8	1.164,8	226,8	77,4	393,1	4.670,4	67,8	1.253,0
Oct	4.742,3	1.546,7	1.321,9	1.178,3	231,6	78,8	385,0	4.674,5	67,8	1.246,2
Nov	4.802,7	1.560,2	1.348,7	1.194,0	234,1	78,8	387,0	4.735,1	67,6	1.223,7
Dic	4.959,2	1.577,0	1.449,2	1.215,3	239,2	84,4	394,1	4.888,1	71,1	1.201,6
2010 Ene	4.992,6	1.609,5	1.412,9	1.232,5	244,5	93,2	400,0	4.921,1	71,5	1.215,1
Feb ^(p)	5.051,2	1.632,7	1.438,8	1.241,7	245,1	94,4	398,3	4.979,4	71,8	1.202,1
Operaciones										
2009 Ago	28,5	11,6	9,9	7,5	1,7	-0,8	-1,4	28,6	-0,1	5,3
Sep	26,3	4,4	9,9	12,9	0,0	-0,1	-0,8	25,7	0,6	-26,3
Oct	33,1	13,2	3,9	16,4	2,8	1,2	-4,4	33,2	-0,1	-5,2
Nov	19,7	8,6	5,4	4,0	1,2	-0,5	1,0	19,8	-0,1	-18,6
Dic	65,2	10,9	24,5	13,4	8,5	5,0	2,9	60,3	4,9	-36,7
2010 Ene	54,3	15,6	7,2	11,2	8,3	8,0	4,0	54,3	0,0	2,4
Feb ^(p)	21,5	13,5	4,2	2,8	1,1	0,3	-0,3	21,4	0,1	-16,3

Fuente: BCE.

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

2.10 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											
2009 I	1.710,7	1.234,0	340,9	628,6	151,7	4,1	108,7	476,7	142,4	183,5	22,6
II	1.873,0	1.293,9	357,9	635,6	173,3	4,0	123,0	579,1	161,9	234,6	21,8
III	1.998,6	1.384,6	388,6	668,9	186,0	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
IV ^(p)	2.076,2	1.413,0	387,6	688,9	187,0	5,5	144,0	663,2	199,0	251,9	15,9
Operaciones											
2009 II	99,9	32,1	3,5	10,1	11,3	-0,8	8,0	67,8	6,7	48,8	-2,6
III	69,9	47,6	10,6	21,0	6,1	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
IV ^(p)	63,6	25,4	-2,8	19,8	0,7	0,5	7,3	38,2	17,2	15,2	-6,1

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		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											
2009 I	1.070,6	503,0	48,1	-	26,2	19,8	408,8	567,5	89,3	190,8	47,9
II	1.251,6	566,1	69,8	-	28,6	16,8	450,2	685,5	110,8	210,9	59,7
III	1.544,8	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,4	127,0	265,1	61,8
IV ^(p)	1.671,0	721,5	97,1	-	36,1	23,9	564,3	949,5	138,3	295,3	65,8
Operaciones											
2009 II	19,5	-4,2	1,3	-	-1,5	-3,4	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
III	112,6	34,1	7,5	-	4,1	2,3	20,7	78,5	2,4	34,0	1,4
IV ^(p)	46,2	3,2	4,4	-	1,3	-0,6	-1,8	43,0	3,8	8,5	3,6

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM ²⁾	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
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	680,3	592,0	78,1	-	513,9	-	-	88,3	14,5	18,9	0,3
IV ^(p)	707,5	612,7	74,1	-	538,6	-	-	94,8	15,6	19,0	0,3
Operaciones											
2009 II	2,2	15,8	-5,1	-	20,9	-	-	-13,6	2,0	0,3	0,0
III	9,1	10,5	-6,2	-	16,8	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
IV ^(p)	15,8	10,6	-4,5	-	15,1	-	-	5,2	0,9	0,4	0,1

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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Exportaciones de bienes y servicios						471,4
<i>Balanza comercial</i> ¹⁾						-29,2
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.189,9	120,7	743,2	60,5	265,5	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	31,1	7,2	13,4	5,0	5,5	
Consumo de capital fijo	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Cuenta de asignación de la renta primaria						
Excedente neto de explotación y renta mixta						4,9
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Renta de la propiedad	635,6	34,6	233,5	307,5	59,9	91,4
Intereses	366,0	31,6	59,1	215,4	59,9	52,3
Otra renta de la propiedad	269,6	3,0	174,5	92,1	0,0	39,1
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	293,6	244,3	42,1	6,8	0,3	1,4
Cotizaciones sociales	448,9	448,9				1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	471,1	1,5	16,1	33,5	420,0	0,8
Otras transferencias corrientes	208,4	75,1	27,3	47,9	58,2	9,1
Primas netas de seguros no vida	45,0	32,1	11,2	1,0	0,7	1,3
Indemnizaciones de seguros no vida	45,3			45,3		0,6
Otras	118,1	43,0	16,0	1,6	57,4	7,2
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.865,1	1.321,2			544,0	
Gasto en consumo individual	1.647,3	1.321,2			326,1	
Gasto en consumo colectivo	217,9				217,9	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	14,8	0,1	0,2	14,6	0,0	0,0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> ¹⁾	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Cuenta de capital						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	438,3	138,7	207,4	13,1	79,1	
Formación bruta de capital fijo	461,6	137,9	231,6	12,9	79,1	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-23,3	0,8	-24,2	0,1	0,0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,2	-1,8	0,8	0,1	0,7	0,2
Transferencias de capital	60,9	13,9	1,2	1,3	44,4	5,4
Impuestos sobre el capital	10,9	10,6	0,3	0,0		0,0
Otras transferencias de capital	49,9	3,4	0,9	1,3	44,4	5,4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	10,5	97,1	46,3	14,3	-147,2	-10,5
Discrepancia estadística	0,0	2,3	-2,3	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 IV						
Cuenta de intercambios exteriores						
Importaciones de bienes y servicios						442,2
<i>Balanza comercial</i>						
Cuenta de explotación						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.098,4	501,9	1.179,0	102,9	314,6	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	234,2					
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	2.332,6					
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	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Remuneración de los asalariados	1.191,3	1.191,3				3,6
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	279,9				279,9	-14,6
Renta de la propiedad	629,8	212,2	91,6	303,8	22,1	97,2
Intereses	354,5	53,9	36,4	255,6	8,7	63,7
Otra renta de la propiedad	275,2	158,4	55,3	48,2	13,4	33,5
<i>Renta nacional neta</i>						
Cuenta de distribución secundaria de la renta						
Renta nacional neta	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	294,2				294,2	0,8
Cotizaciones sociales	448,9	1,3	16,9	48,5	382,2	1,1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	469,1	469,1				2,8
Otras transferencias corrientes	177,4	97,0	11,7	46,4	22,2	40,2
Primas netas de seguros no vida	45,3			45,3		1,1
Indemnizaciones de seguros no vida	44,4	34,2	9,2	0,7	0,3	1,4
Otras	87,7	62,9	2,5	0,4	21,9	37,7
<i>Renta disponible neta</i>						
Cuenta de utilización de la renta						
Renta disponible neta	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
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	14,8	14,8				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	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	64,2	14,0	32,3	2,9	15,1	2,0
Impuestos sobre el capital	10,9				10,9	0,0
Otras transferencias de capital	53,3	14,0	32,3	2,9	4,1	2,0
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance inicial, activos financieros								
Total activos financieros		17.858,5	15.622,3	32.292,6	12.592,4	6.270,2	3.434,4	15.134,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				285,9				
Efectivo y depósitos		6.305,3	1.732,0	9.325,4	1.988,5	845,7	707,7	3.700,9
Valores distintos de acciones, corto plazo		34,3	134,5	632,4	318,3	360,4	24,6	874,5
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.445,0	176,8	6.408,4	2.006,3	2.045,7	372,8	3.137,6
Préstamos		75,4	2.917,0	12.705,3	3.034,2	419,3	469,8	1.740,6
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		58,0	1.614,3	9.776,9	2.526,4	312,1	360,1	.
Acciones y otras participaciones		4.144,0	7.146,8	2.050,7	4.996,7	2.147,3	1.265,6	5.137,5
Acciones cotizadas		720,2	1.212,4	522,9	1.716,2	409,7	295,2	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.047,0	5.550,1	1.179,4	2.631,3	437,7	824,2	.
Participaciones en fondos de inversión		1.376,7	384,3	348,4	649,2	1.299,8	146,2	.
Reservas técnicas de seguro		5.383,6	145,0	1,9	0,0	191,3	3,2	140,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		471,0	3.370,3	882,5	248,4	260,6	590,6	402,5
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta financiera, activos financieros								
Total de operaciones con activos financieros		161,6	154,0	28,5	196,7	78,9	-46,2	91,1
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				1,0				-1,0
Efectivo y depósitos		111,9	54,4	62,4	-29,1	-1,5	-51,2	-97,1
Valores distintos de acciones, corto plazo		-21,9	3,7	-20,4	-10,6	21,5	7,2	-20,7
Valores distintos de acciones, largo plazo		-17,0	17,3	-55,5	85,6	10,5	-19,4	68,9
Préstamos		-0,3	24,8	-8,3	1,6	0,0	-15,0	24,0
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-0,5	9,1	65,8	4,1	3,5	3,1	.
Acciones y otras participaciones		0,0	-27,3	-18,3	138,9	48,6	3,2	110,9
Acciones cotizadas		-6,9	-18,3	13,6	69,0	-1,3	3,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8,3	-3,9	56,2	1,1	-4,0	.
Participaciones en fondos de inversión		0,3	-17,2	-28,1	13,7	48,9	3,4	.
Reservas técnicas de seguro		73,5	-0,4	0,1	0,0	0,8	0,0	6,6
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		15,5	81,4	67,6	10,3	-1,1	28,8	-0,6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Cuenta de otras variaciones de activos financieros								
Total de otras variaciones de activos financieros		53,5	233,9	42,1	39,0	71,6	27,1	115,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				30,0				
Efectivo y depósitos		0,6	-2,0	35,9	12,3	2,6	-0,9	30,0
Valores distintos de acciones, corto plazo		-0,9	-0,3	3,0	-6,7	6,2	0,0	-12,9
Valores distintos de acciones, largo plazo		2,1	12,9	-16,6	15,3	29,2	-2,4	-0,5
Préstamos		0,0	-0,5	-0,7	-12,3	-0,8	-1,5	4,6
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0,0	-5,3	-13,9	-13,5	-0,8	4,7	.
Acciones y otras participaciones		30,3	261,8	-6,7	21,8	34,7	12,7	74,6
Acciones cotizadas		18,1	115,9	-23,1	20,3	8,3	-11,1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,4	142,5	3,8	-13,5	-0,2	26,2	.
Participaciones en fondos de inversión		11,9	3,4	12,6	14,9	26,6	-2,4	.
Reservas técnicas de seguro		21,5	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	5,3
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-0,2	-38,1	-2,8	8,6	-0,3	19,3	14,6
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		18.073,6	16.010,2	32.363,2	12.828,2	6.420,6	3.415,3	15.341,7
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)				316,9				
Efectivo y depósitos		6.417,9	1.784,4	9.423,6	1.971,8	846,7	655,7	3.633,8
Valores distintos de acciones, corto plazo		11,5	137,9	615,0	301,0	388,2	31,8	841,0
Valores distintos de acciones, largo plazo		1.430,1	207,0	6.336,3	2.107,2	2.085,4	351,0	3.206,0
Préstamos		75,0	2.941,3	12.696,4	3.023,5	418,5	453,4	1.769,2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		57,4	1.618,2	9.828,7	2.517,0	314,9	367,9	.
Acciones y otras participaciones		4.174,3	7.381,3	2.025,7	5.157,3	2.230,6	1.281,5	5.323,0
Acciones cotizadas		731,3	1.310,0	513,5	1.805,5	416,7	287,8	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.054,1	5.700,8	1.179,4	2.674,0	438,7	846,5	.
Participaciones en fondos de inversión		1.388,9	370,5	332,9	677,8	1.375,3	147,1	.
Reservas técnicas de seguro		5.478,6	144,7	2,0	0,0	192,1	3,2	152,2
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		486,3	3.413,5	947,4	267,3	259,2	638,8	416,6
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
Balance inicial, pasivos								
Pasivos totales		6.431,3	24.377,8	31.527,4	12.565,9	6.419,4	8.158,4	13.438,4
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,5	21.916,5	27,2	0,0	223,4	2.409,0
Valores distintos de acciones, corto plazo			326,2	680,2	63,5	9,2	1.051,0	248,8
Valores distintos de acciones, largo plazo			490,7	4.599,3	2.564,9	39,4	5.129,0	2.769,3
Préstamos		5.762,9	8.308,5		2.780,9	256,6	1.345,8	2.907,0
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.403,6	5.892,6		1.796,3	99,5	1.132,5	.
Acciones y otras participaciones			11.849,0	3.008,5	6.905,8	489,2	5,4	4.624,0
Acciones cotizadas			3.299,0	595,0	189,7	176,1	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,6	8.549,9	1.160,7	2.157,7	312,3	5,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.252,7	4.558,4			.
Reservas técnicas de seguro		33,9	332,2	67,3	0,8	5.430,7	0,4	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		627,9	3.041,6	1.255,6	222,7	194,4	403,5	480,3
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.409,7	11.427,3	-8.755,5	765,2	26,6	-149,3	-4.724,0	
Cuenta financiera, pasivos								
Total de operaciones con pasivos		62,2	109,9	48,7	180,9	60,2	101,0	101,6
Oro monetario y Derechos Especiales de Giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			-0,1	35,6	-3,4	0,0	10,7	7,1
Valores distintos de acciones, corto plazo			-12,6	5,2	9,8	-0,7	-44,0	1,2
Valores distintos de acciones, largo plazo			22,0	-39,8	30,1	0,7	71,0	6,4
Préstamos		45,4	19,4		-10,8	-18,5	4,2	-12,9
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		45,6	38,6		-2,3	-2,4	32,8	.
Acciones y otras participaciones			30,5	-30,3	143,7	3,0	1,6	107,6
Acciones cotizadas			9,5	14,5	8,7	2,7	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,0	21,0	15,7	38,3	0,2	1,6	.
Participaciones en fondos de inversión				-60,5	96,7			.
Reservas técnicas de seguro		0,1	0,1	1,8	0,0	78,7	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		16,7	50,7	76,2	11,5	-3,0	57,5	-7,8
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	10,5	99,3	44,1	-20,2	15,8	18,7	-147,2	-10,5
Cuenta de otras variaciones de los pasivos								
Total de otras variaciones de pasivos		1,4	261,3	19,9	101,4	27,7	-40,4	181,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			0,0	58,1	0,0	0,0	0,0	20,2
Valores distintos de acciones, corto plazo			-9,5	2,4	-1,4	1,1	1,1	-5,1
Valores distintos de acciones, largo plazo			4,3	14,8	14,7	0,5	-33,3	39,0
Préstamos		-3,5	-15,1		14,6	-1,7	-0,2	-5,3
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-2,2	-3,1		5,0	-1,2	-0,1	.
Acciones y otras participaciones			283,6	-42,7	88,7	-3,9	-0,6	104,0
Acciones cotizadas			121,1	-36,2	-6,3	-6,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0,1	162,5	-15,6	-8,3	3,0	-0,6	.
Participaciones en fondos de inversión				9,1	103,3			.
Reservas técnicas de seguro		0,2	0,0	0,0	0,0	26,7	0,0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		4,6	-1,9	-12,6	-15,1	5,2	-7,5	28,5
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	95,8	52,1	-27,4	22,2	-62,4	43,8	67,6	-65,8
Balance al final del período, activos financieros								
Total activos financieros		6.494,9	24.749,0	31.596,0	12.848,2	6.507,3	8.219,0	13.721,4
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29,4	22.010,3	23,8	0,0	234,0	2.436,3
Valores distintos de acciones, corto plazo			304,1	687,7	71,9	9,6	1.008,1	244,9
Valores distintos de acciones, largo plazo			517,0	4.574,3	2.609,8	40,6	5.166,7	2.814,7
Préstamos		5.804,8	8.312,8		2.784,7	236,3	1.349,9	2.888,8
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.447,0	5.928,1		1.799,0	95,8	1.165,2	.
Acciones y otras participaciones			12.163,0	2.935,4	7.138,2	488,3	6,4	4.835,7
Acciones cotizadas			3.429,7	573,4	192,1	171,9	0,0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		6,7	8.733,4	1.160,8	2.187,7	315,5	6,4	.
Participaciones en fondos de inversión				1.201,3	4.758,3			.
Reservas técnicas de seguro		34,1	332,3	69,1	0,8	5.536,0	0,4	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		649,3	3.090,4	1.319,2	219,1	196,6	453,5	501,0
<i>Patrimonio financiero neto ¹⁾</i>	-1.303,4	11.578,7	-8.738,9	767,2	-20,0	-86,7	-4.803,7	

Fuente: BCE.

3.2 Cuentas no financieras de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2005	2006	2007	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	3.906,8	4.069,0	4.256,9	4.433,7	4.439,5	4.437,3	4.428,8	4.420,4
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	129,8	129,3	137,1	131,7	128,7	121,8	116,5	109,2
Consumo de capital fijo	1.190,3	1.250,6	1.318,1	1.381,5	1.391,8	1.398,7	1.403,5	1.407,4
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> ¹⁾	2.067,3	2.183,2	2.328,7	2.342,6	2.277,8	2.197,2	2.152,2	2.141,6
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	2.585,5	3.013,8	3.580,0	3.864,4	3.740,9	3.495,6	3.224,1	2.985,4
Intereses	1.344,6	1.643,3	2.058,0	2.306,8	2.211,9	2.051,3	1.836,2	1.640,7
Otra renta de la propiedad	1.240,9	1.370,5	1.522,0	1.557,6	1.528,9	1.444,3	1.387,8	1.344,7
<i>Renta nacional neta</i> ¹⁾	6.967,8	7.321,7	7.703,1	7.787,9	7.703,1	7.610,2	7.547,1	7.532,9
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	935,9	1.028,2	1.111,7	1.122,8	1.111,6	1.074,4	1.044,6	1.017,7
Cotizaciones sociales	1.477,9	1.539,8	1.595,2	1.660,9	1.668,4	1.668,3	1.670,5	1.672,0
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.505,5	1.553,4	1.598,9	1.665,6	1.690,0	1.721,3	1.752,3	1.781,5
Otras transferencias corrientes	712,0	723,3	752,8	792,0	786,8	779,0	770,3	767,7
Primas netas de seguros no vida	179,6	179,9	184,3	189,8	187,0	183,5	179,0	175,0
Derechos de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	190,9	188,0	184,2	179,6	175,4
Otras	351,9	363,2	384,4	411,3	411,8	411,2	411,7	417,3
<i>Renta disponible neta</i> ¹⁾	6.881,4	7.229,5	7.608,5	7.682,5	7.597,5	7.503,6	7.438,5	7.422,9
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.355,4	6.631,8	6.893,4	7.161,8	7.169,8	7.164,5	7.158,9	7.174,5
Gasto en consumo individual	5.690,5	5.946,6	6.181,8	6.410,6	6.407,8	6.394,9	6.382,4	6.392,8
Gasto en consumo colectivo	664,9	685,3	711,6	751,2	762,0	769,6	776,5	781,7
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	60,8	62,9	60,1	64,9	64,7	63,0	60,9	59,5
<i>Ahorro neto</i> ¹⁾	526,4	597,9	715,2	520,7	427,7	339,1	279,6	248,5
Cuenta de capital								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.716,7	1.875,4	2.019,9	2.058,1	1.991,4	1.891,8	1.808,9	1.738,0
Formación bruta de capital fijo	1.709,9	1.853,4	1.992,6	2.022,5	1.970,7	1.899,7	1.839,0	1.795,7
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	6,8	22,1	27,4	35,6	20,7	-7,9	-30,0	-57,6
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-0,4	-0,4	-1,1	0,7	1,1	0,7	0,4	0,2
Transferencias de capital	183,7	169,9	151,5	160,8	159,1	170,1	172,2	179,0
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9
Otras transferencias de capital	159,3	147,4	127,2	137,0	135,5	141,6	143,3	145,2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> ¹⁾	13,5	-12,0	29,3	-145,7	-164,5	-145,9	-117,1	-73,1

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	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta de explotación								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.294,3	7.632,1	8.040,8	8.289,6	8.237,8	8.155,0	8.101,1	8.078,5
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	845,3	914,0	959,5	946,5	930,2	913,7	902,7	895,1
Producto interior bruto (precios de mercado) ²⁾	8.139,6	8.546,1	9.000,4	9.236,1	9.168,0	9.068,7	9.003,8	8.973,6
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	2.067,3	2.183,2	2.328,7	2.342,6	2.277,8	2.197,2	2.152,2	2.141,6
Remuneración de los asalariados	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	988,2	1.054,7	1.103,6	1.084,3	1.064,6	1.042,3	1.027,6	1.019,7
Renta de la propiedad	2.583,8	3.021,0	3.585,9	3.783,4	3.654,0	3.420,9	3.154,7	2.929,7
Intereses	1.319,0	1.613,7	2.016,4	2.245,4	2.146,8	1.984,9	1.767,3	1.574,4
Otra renta de la propiedad	1.264,8	1.407,3	1.569,5	1.538,0	1.507,2	1.436,0	1.387,5	1.355,2
<i>Renta nacional neta</i>								
Cuenta de distribución secundaria de la renta								
Renta nacional neta	6.967,8	7.321,7	7.703,1	7.787,9	7.703,1	7.610,2	7.547,1	7.532,9
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	939,5	1.032,9	1.119,1	1.131,0	1.119,6	1.080,7	1.050,1	1.023,4
Cotizaciones sociales	1.477,2	1.539,0	1.594,4	1.660,3	1.667,5	1.667,2	1.669,5	1.671,2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.497,9	1.545,4	1.590,0	1.657,5	1.681,9	1.713,4	1.744,6	1.773,7
Otras transferencias corrientes	630,5	635,3	660,5	687,2	682,1	675,1	664,8	660,5
Primas netas de seguros no vida	180,5	180,2	184,1	190,9	188,0	184,2	179,6	175,4
Derechos de seguros no vida	178,3	177,1	181,5	187,3	184,3	180,8	176,1	172,1
Otras	271,6	277,9	294,9	309,1	309,8	310,1	309,1	313,0
<i>Renta disponible neta</i>								
Cuenta de utilización de la renta								
Renta disponible neta	6.881,4	7.229,5	7.608,5	7.682,5	7.597,5	7.503,6	7.438,5	7.422,9
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	60,3	64,9	64,7	63,0	60,9	59,5
<i>Ahorro neto</i>								
Cuenta de capital								
Ahorro neto	526,4	597,9	715,2	520,7	427,7	339,1	279,6	248,5
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.190,3	1.250,6	1.318,1	1.381,5	1.391,8	1.398,7	1.403,5	1.407,4
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	196,8	184,4	166,2	171,7	167,5	178,9	181,3	188,4
Impuestos sobre el capital	24,4	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9
Otras transferencias de capital	172,3	161,9	142,0	147,9	144,0	150,4	152,3	154,5
<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	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto								
Remuneración de los asalariados (+)	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.338,9	1.415,3	1.499,4	1.550,8	1.543,7	1.531,4	1.520,4	1.515,9
Intereses, recursos (+)	225,4	261,6	304,9	336,6	321,9	296,2	263,5	235,4
Intereses, empleos (-)	130,5	163,4	209,1	233,7	217,4	192,6	164,0	139,8
Otra renta de la propiedad, recursos (+)	702,7	747,7	790,2	795,4	787,3	762,1	745,1	736,3
Otra renta de la propiedad, empleos (-)	9,5	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,2
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	741,7	794,3	851,7	892,3	890,3	877,8	871,8	860,8
Cotizaciones sociales netas (-)	1.474,0	1.535,7	1.591,0	1.656,5	1.664,0	1.663,7	1.665,9	1.667,2
Prestaciones sociales netas (+)	1.492,6	1.539,9	1.584,3	1.651,7	1.676,0	1.707,5	1.738,7	1.767,8
Transferencias corrientes netas (+)	66,4	66,7	69,4	72,1	73,6	76,7	79,8	82,1
= Renta disponible bruta	5.384,4	5.604,3	5.851,5	6.056,1	6.068,3	6.074,9	6.072,1	6.086,9
Gasto en consumo final (-)	4.690,6	4.897,9	5.088,5	5.267,0	5.249,0	5.225,1	5.198,6	5.197,8
Variaciones de la participación neta en fondos de pensiones (+)	60,6	62,7	59,8	64,6	64,3	62,7	60,6	59,2
= Ahorro bruto	754,4	769,2	822,8	853,7	883,6	912,4	934,0	948,3
Consumo de capital fijo (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Transferencias de capital netas (+)	24,0	18,7	12,0	13,5	13,1	14,3	15,7	10,9
Otras variaciones del patrimonio neto ¹⁾ (+)	565,8	523,4	62,3	-1.689,2	-1.330,9	-722,3	56,9	524,0
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	552,6	605,3	644,7	642,3	623,0	598,2	575,1	557,2
Consumo de capital fijo (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	205,4	308,1	423,2	427,4	381,2	290,4	194,7	33,6
Efectivo y depósitos	246,8	284,1	349,8	439,0	398,4	335,6	256,3	121,8
Participaciones en fondos del mercado monetario	-21,4	1,4	38,3	-13,1	1,8	-17,1	-22,0	-43,1
Valores distintos de acciones ²⁾	-20,0	22,6	35,1	1,5	-19,0	-28,0	-39,5	-45,1
Activos a largo plazo	412,8	336,8	153,0	39,4	72,8	171,7	302,9	449,7
Depósitos	-7,6	1,9	-31,1	-27,4	-13,7	15,7	55,1	88,1
Valores distintos de acciones	-2,6	56,1	45,4	56,2	43,2	25,6	27,4	14,8
Acciones y otras participaciones	130,2	-19,4	-83,4	-115,9	-90,2	-33,5	28,1	96,1
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	63,2	-4,5	-4,5	12,1	25,2	39,0	47,5	42,7
Participaciones en fondos de inversión	67,0	-14,9	-78,8	-128,0	-115,4	-72,5	-19,4	53,4
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	292,7	298,2	222,2	126,6	133,5	163,8	192,3	250,7
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	398,9	395,2	356,9	206,1	154,8	126,0	98,5	98,3
de los cuales: de IFM de la zona del euro	358,5	349,0	283,7	82,8	20,1	10,3	-15,8	63,1
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	473,3	468,3	55,6	-1.407,7	-1.069,6	-628,3	-61,1	335,5
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	109,5	46,7	25,1	-252,6	-201,2	-99,6	55,5	152,9
Otros flujos netos (+)	-10,5	-58,6	-47,7	-64,7	-85,7	-2,0	38,0	52,6
= Variaciones del patrimonio neto ¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.478,6	4.744,5	5.199,8	5.698,3	5.772,1	5.787,1	5.745,9	5.731,7
Efectivo y depósitos	4.173,7	4.453,9	4.842,8	5.314,4	5.375,7	5.431,0	5.397,6	5.468,3
Participaciones en fondos del mercado monetario	291,2	252,7	289,4	317,2	342,3	310,9	307,6	243,6
Valores distintos de acciones ²⁾	13,6	37,9	67,6	66,7	54,0	45,2	40,7	19,8
Activos a largo plazo	11.075,6	11.988,0	12.168,2	10.452,6	10.184,5	10.638,6	11.225,5	11.439,1
Depósitos	998,8	1.009,8	943,4	883,7	859,4	878,4	907,7	949,5
Valores distintos de acciones	1.238,8	1.306,6	1.332,1	1.366,7	1.337,7	1.372,7	1.438,6	1.421,7
Acciones y otras participaciones	4.570,6	5.059,3	5.033,1	3.468,6	3.243,7	3.507,9	3.836,4	3.930,7
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.234,3	3.641,6	3.674,1	2.488,1	2.309,3	2.497,0	2.767,2	2.785,4
Participaciones en fondos de inversión	1.336,2	1.417,7	1.359,1	980,5	934,4	1.010,9	1.069,2	1.145,3
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.267,4	4.612,3	4.859,6	4.733,6	4.743,8	4.879,6	5.042,8	5.137,1
Otros activos netos (+)	270,8	241,9	211,7	228,5	211,1	238,3	218,7	212,6
Pasivos (-)								
Préstamos	4.766,1	5.165,6	5.510,9	5.708,0	5.701,9	5.739,4	5.762,9	5.804,8
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2	4.956,0
= Riqueza financiera neta	11.058,9	11.808,8	12.068,8	10.671,4	10.465,8	10.924,5	11.427,3	11.578,7

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	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Renta y ahorro								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.163,1	4.369,3	4.620,3	4.750,3	4.693,1	4.612,1	4.556,3	4.528,4
Remuneración de los asalariados (-)	2.471,3	2.583,9	2.713,6	2.831,9	2.828,1	2.818,6	2.802,5	2.787,2
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	72,8	75,4	80,3	76,1	74,0	68,9	64,2	59,1
= Excedente bruto de explotación (+)	1.619,0	1.710,0	1.826,4	1.842,2	1.791,0	1.724,6	1.689,6	1.682,1
Consumo de capital fijo (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
= Excedente neto de explotación (+)	948,4	1.008,1	1.087,8	1.068,1	1.010,8	941,0	903,4	893,5
Renta de la propiedad, recursos (+)	433,8	506,0	574,0	594,1	570,8	536,6	507,7	478,6
Intereses, recursos	141,3	169,7	198,9	223,8	211,8	194,9	174,3	157,0
Otra renta de la propiedad, recursos	292,5	336,3	375,1	370,3	358,9	341,6	333,4	321,7
Intereses y otras rentas, empleos (-)	236,1	284,0	345,7	400,1	381,4	350,5	310,7	274,2
= Renta empresarial neta (+)	1.146,1	1.230,1	1.316,1	1.262,1	1.200,2	1.127,0	1.100,5	1.097,9
Renta distribuida (-)	857,5	926,2	987,4	1.030,3	1.018,2	976,1	941,3	917,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	149,1	189,8	211,9	193,5	186,5	165,8	144,8	131,6
Cotizaciones sociales, recursos (+)	72,8	74,9	63,7	66,0	65,6	65,6	65,5	65,6
Prestaciones sociales, empleos (-)	60,7	60,6	62,0	63,5	63,7	64,0	64,3	64,4
Otras transferencias corrientes netas, empleos (-)	61,4	65,8	56,6	58,9	58,3	58,5	59,5	60,4
= Ahorro neto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Inversión, financiación y ahorro								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	253,0	311,7	363,9	354,3	298,2	212,9	149,8	95,4
Formación bruta de capital fijo (+)	915,9	989,9	1.077,1	1.095,1	1.059,7	1.006,9	967,6	942,2
Consumo de capital fijo (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	7,7	23,8	25,4	33,4	18,7	-10,3	-31,6	-58,2
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	128,5	159,8	168,4	61,7	3,7	35,0	81,0	114,5
Efectivo y depósitos	113,8	146,1	154,4	13,7	-6,4	10,2	37,7	90,0
Participaciones en fondos del mercado monetario	7,4	2,3	-19,2	28,7	29,1	36,4	41,9	42,6
Valores distintos de acciones ¹⁾	7,4	11,5	33,2	19,3	-19,0	-11,5	1,3	-18,1
Activos a largo plazo	390,4	517,6	736,0	663,1	685,5	561,3	413,4	207,2
Depósitos	31,8	24,0	-25,6	22,6	36,5	39,7	11,9	-2,1
Valores distintos de acciones	-34,4	14,0	-32,4	-71,5	-3,0	17,2	-6,4	-6,2
Acciones y otras participaciones	234,2	285,4	446,9	365,7	376,1	340,8	283,7	137,5
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	158,8	194,3	347,2	346,2	275,9	163,6	124,2	78,1
Otros activos netos (+)	87,8	117,4	110,1	53,2	-102,6	-75,8	-76,6	-54,4
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	432,7	732,4	843,0	760,7	575,7	405,7	230,4	82,5
<i>de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro</i>	276,7	449,0	544,2	392,6	252,0	98,2	-35,0	-151,4
<i>de la cual: valores distintos de acciones</i>	14,0	40,0	33,5	62,6	67,5	79,2	92,2	76,9
Acciones y otras participaciones	275,9	238,8	404,7	311,1	287,6	317,3	297,5	206,2
Acciones cotizadas	101,7	38,1	70,4	2,5	13,2	47,1	57,9	58,6
Acciones no cotizadas y otras participaciones	174,2	200,7	334,2	308,5	274,4	270,2	239,5	147,6
Transferencias netas de capital, recursos (-)	60,6	72,3	69,8	76,3	78,8	77,4	78,3	81,0
= Ahorro neto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Balance financiero								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.509,3	1.675,1	1.827,7	1.889,0	1.876,5	1.908,3	1.957,9	1.999,2
Efectivo y depósitos	1.229,6	1.367,3	1.507,7	1.537,6	1.510,0	1.551,2	1.579,5	1.634,1
Participaciones en fondos del mercado monetario	173,4	181,4	157,4	182,2	208,1	213,6	220,4	206,5
Valores distintos de acciones ¹⁾	106,3	126,4	162,6	169,2	158,4	143,6	158,0	158,6
Activos a largo plazo	8.809,7	10.197,0	11.102,2	9.365,6	9.098,1	9.494,4	10.149,1	10.452,8
Depósitos	107,9	151,8	156,0	173,6	173,9	162,4	152,6	150,3
Valores distintos de acciones	282,4	296,9	262,7	177,5	181,9	157,7	153,2	186,3
Acciones y otras participaciones	6.432,5	7.564,1	8.178,4	6.160,1	5.838,3	6.280,5	6.926,4	7.174,9
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	1.986,9	2.184,1	2.505,2	2.854,4	2.904,0	2.893,9	2.917,0	2.941,3
Otros activos netos (+)	335,8	352,9	385,2	461,1	448,8	479,6	503,2	497,2
Pasivos								
Deuda	7.195,5	7.892,8	8.633,5	9.381,1	9.414,3	9.450,5	9.457,7	9.466,3
<i>de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro</i>	3.524,3	3.981,9	4.507,1	4.895,6	4.859,3	4.825,9	4.759,4	4.708,9
<i>de la cual: valores distintos de acciones</i>	667,1	686,4	684,1	739,6	736,6	771,2	816,9	821,1
Acciones y otras participaciones	11.206,7	13.218,6	14.408,5	10.616,8	9.955,0	10.688,9	11.849,0	12.163,0
Acciones cotizadas	3.721,5	4.533,5	5.023,9	2.850,0	2.483,7	2.827,6	3.299,0	3.429,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	7.485,1	8.685,0	9.384,6	7.766,9	7.471,3	7.861,3	8.549,9	8.733,4

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	2008 I- 2008 IV	2008 II- 2009 I	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV
Cuenta financiera, operaciones financieras								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	22,9	64,4	69,2	116,5	69,7	54,6	41,8	22,6
Efectivo y depósitos	7,2	11,0	6,5	57,0	18,4	11,8	-0,7	-33,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	-0,9	3,4	2,8	20,7	18,6	12,1	7,0	9,0
Valores distintos de acciones ¹⁾	16,6	49,9	59,9	38,8	32,7	30,6	35,5	46,7
Activos a largo plazo	290,8	293,7	169,9	67,8	49,7	81,6	112,1	178,4
Depósitos	16,7	68,4	48,8	-4,7	8,0	9,1	17,2	15,2
Valores distintos de acciones	132,9	111,5	48,8	33,5	52,8	7,6	12,8	49,1
Préstamos	-0,5	-1,3	-15,6	21,8	-2,1	10,3	7,9	5,3
Acciones cotizadas	31,3	-2,5	-0,4	-15,2	-20,2	-22,7	-96,9	-84,0
Acciones no cotizadas y otras participaciones	19,0	29,5	22,0	23,3	16,1	11,1	2,4	-5,8
Participaciones en fondos de inversión	91,5	88,2	66,4	9,2	-4,9	66,3	168,8	198,6
Otros activos netos (+)	-0,7	9,6	-11,5	19,6	8,3	31,2	30,4	32,6
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	-0,4	5,7	3,0	11,7	13,8	9,9	10,0	0,8
Préstamos	12,8	44,9	-5,3	24,3	-2,3	12,3	5,9	-28,3
Acciones y otras participaciones	10,5	9,2	1,7	0,1	1,5	2,3	4,4	4,3
Reservas técnicas de seguro	340,4	307,5	242,3	133,1	117,8	147,8	174,0	258,9
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	296,4	301,0	239,1	129,5	122,5	151,7	178,4	250,1
Reservas para primas y para siniestros	44,0	6,5	3,2	3,6	-4,6	-3,9	-4,4	8,8
= Variaciones del patrimonio financiero neto por operaciones	-50,3	0,5	-14,2	34,6	-3,1	-4,9	-10,0	-2,2
Cuenta de otras variaciones								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones								
Otros activos netos	197,7	178,8	17,6	-564,7	-433,5	-280,2	-57,6	176,3
Otras variaciones de los pasivos (-)	60,9	-39,8	-39,7	35,8	30,0	51,5	95,4	91,2
Acciones y otras participaciones								
Reservas técnicas de seguro	123,0	41,4	-33,3	-179,1	-187,8	-123,2	-53,4	14,2
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	144,7	55,1	27,6	-248,8	-203,9	-97,6	65,9	163,2
Reservas para primas y para siniestros	-9,1	3,8	-0,1	0,5	-6,0	-3,7	0,3	-3,1
= Otras variaciones en el patrimonio financiero neto	-9,2	42,5	-16,5	-101,0	-11,9	-7,9	25,4	90,1
Balance financiero								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	430,4	503,0	566,2	688,4	709,9	709,1	695,7	720,2
Efectivo y depósitos	146,6	157,1	163,6	224,5	213,2	196,1	190,3	195,2
Participaciones en fondos del mercado monetario	74,3	80,1	80,7	98,8	112,3	104,2	103,2	99,1
Valores distintos de acciones ¹⁾	209,5	265,8	321,9	365,2	384,4	408,8	402,2	425,9
Activos a largo plazo	4.715,6	5.125,4	5.273,9	4.796,8	4.749,6	4.909,8	5.122,6	5.249,1
Depósitos	519,8	589,8	638,8	636,1	649,4	651,6	655,4	651,5
Valores distintos de acciones	1.801,1	1.853,9	1.859,5	1.909,3	1.948,1	1.928,2	2.003,9	2.047,6
Préstamos	411,4	406,9	393,1	413,8	414,6	419,5	419,3	418,5
Acciones cotizadas	634,5	718,1	713,2	417,1	374,9	436,9	409,7	416,7
Acciones no cotizadas y otras participaciones	414,4	487,8	527,2	445,4	417,2	416,1	437,7	438,7
Participaciones en fondos de inversión	934,4	1.068,9	1.142,2	975,1	945,5	1.057,4	1.196,6	1.276,1
Otros activos netos (+)	182,6	212,6	193,1	235,5	236,6	250,7	257,5	254,8
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	21,3	35,9	29,3	46,0	44,9	44,8	48,7	50,2
Préstamos	201,1	242,8	233,9	265,7	268,4	268,2	256,6	236,3
Acciones y otras participaciones	629,8	680,3	648,7	469,8	410,3	436,3	489,2	488,3
Reservas técnicas de seguro	4.597,0	4.959,6	5.229,5	5.113,8	5.116,7	5.260,4	5.430,7	5.536,0
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	3.910,9	4.263,2	4.530,0	4.410,2	4.417,1	4.557,4	4.724,2	4.826,6
Reservas para primas y para siniestros	686,1	696,3	699,5	703,6	699,6	703,0	706,5	709,4
= Riqueza financiera neta	-120,6	-77,6	-108,3	-174,6	-144,3	-140,1	-149,3	-86,7

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

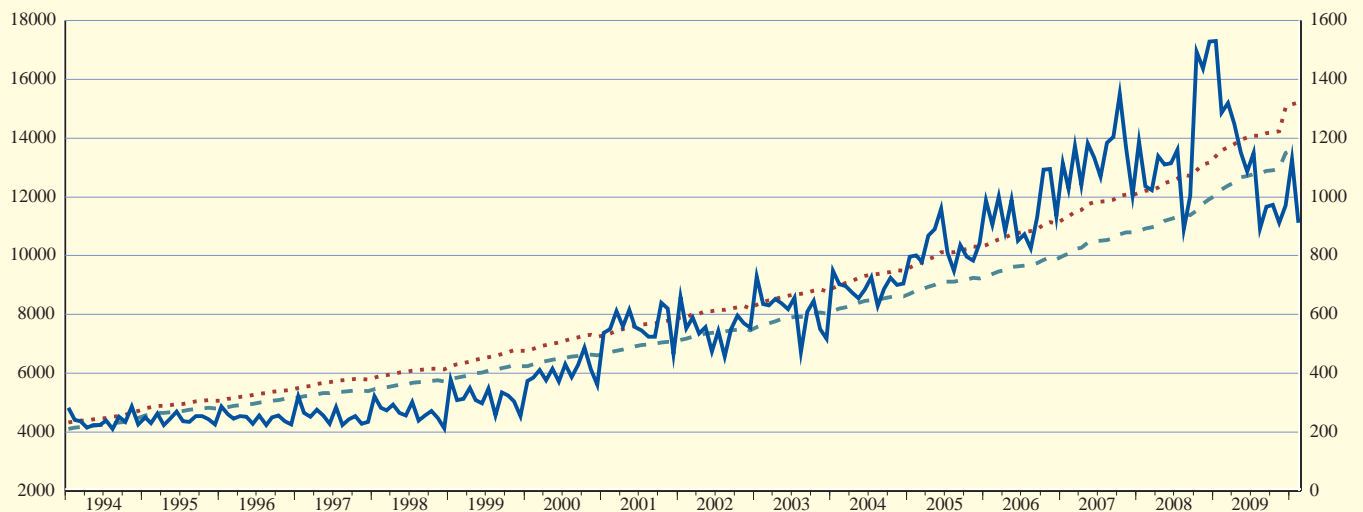
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros ¹⁾			Emisiones por residentes en la zona del euro								
	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					
				Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldo vivo	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanuales	Desestacionalizadas ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas 11	Tasas crec. de 6 meses 12	
Total												
2009 Feb	14.437,1	1.260,2	190,8	12.248,7	1.200,9	184,9	13.581,5	1.286,5	204,4	11,0	157,1	13,1
Mar	14.609,0	1.318,1	170,4	12.384,7	1.229,9	134,5	13.687,0	1.318,7	149,9	11,9	134,4	15,2
Abr	14.685,8	1.233,7	79,5	12.484,4	1.167,4	102,4	13.798,2	1.247,9	108,9	12,0	91,0	14,6
May	14.894,0	1.160,0	208,1	12.658,6	1.070,7	174,2	13.941,2	1.151,2	173,1	12,1	113,2	13,1
Jun	14.983,6	1.088,9	89,1	12.718,5	1.006,8	59,1	14.006,1	1.087,0	68,8	11,9	87,4	10,6
Jul	15.014,6	1.124,4	31,6	12.773,7	1.069,8	55,7	14.072,1	1.148,9	67,3	11,7	101,1	10,5
Ago	15.063,8	883,2	48,2	12.804,1	827,4	29,4	14.092,8	893,4	22,7	11,0	60,8	8,9
Sep	15.168,8	965,6	106,1	12.882,2	882,4	79,2	14.162,2	966,1	83,4	12,0	144,8	9,0
Oct	15.161,0	950,7	-7,1	12.903,1	901,1	21,6	14.183,3	972,4	24,4	10,9	-1,3	7,5
Nov	15.216,6	888,5	55,9	12.960,9	846,2	58,0	14.244,7	912,0	66,6	9,6	42,7	6,4
Dic	15.756,7	935,9	-45,1	13.501,9	882,4	-44,2	15.030,6	969,7	-44,5	8,1	34,5	5,3
2010 Ene	.	.	.	13.585,7	1.021,3	83,3	15.150,1	1.128,0	98,6	7,7	70,8	4,8
Feb	.	.	.	13.632,8	821,8	47,9	15.206,5	913,0	41,1	6,3	-11,0	3,7
A largo plazo												
2009 Feb	12.824,0	301,5	169,2	10.752,9	270,5	161,4	11.893,3	297,6	173,5	9,2	136,3	10,6
Mar	13.004,2	319,9	150,5	10.923,1	280,3	140,4	12.027,9	301,9	141,6	10,3	138,9	13,2
Abr	13.080,2	292,4	79,1	10.991,1	257,6	71,3	12.105,7	276,4	74,7	10,3	71,4	14,0
May	13.283,4	339,2	204,3	11.161,3	281,4	171,4	12.256,6	301,8	175,6	10,6	112,9	13,3
Jun	13.404,0	313,2	118,9	11.269,9	274,6	106,7	12.384,6	308,5	126,8	10,8	99,7	11,9
Jul	13.429,7	269,5	25,9	11.302,1	248,1	32,5	12.425,2	273,0	41,4	10,8	82,6	11,2
Ago	13.486,6	131,6	56,7	11.344,0	109,0	41,6	12.465,6	121,9	45,8	10,5	94,0	10,3
Sep	13.558,6	223,6	72,0	11.418,3	197,0	74,3	12.528,5	222,6	74,5	11,5	120,0	9,9
Oct	13.618,0	244,5	57,8	11.473,6	216,1	53,8	12.580,3	235,4	55,6	11,7	52,8	9,5
Nov	13.705,2	199,5	86,2	11.556,7	178,8	82,1	12.659,9	193,9	84,8	10,8	51,2	8,4
Dic	14.226,5	168,7	-18,9	12.087,0	153,2	-10,0	13.411,8	165,1	-18,0	9,2	-14,2	6,1
2010 Ene	.	.	.	12.159,4	272,6	73,1	13.516,3	304,6	89,0	9,1	131,9	6,8
Feb	.	.	.	12.229,6	192,8	71,0	13.597,0	207,3	66,3	8,0	24,4	5,6

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											
2008	13.176	5.273	1.925	701	4.938	340	1.177	816	75	100	162	24
2009	15.031	5.376	2.972	799	5.510	373	1.124	738	58	85	221	22
2009 I	13.687	5.396	2.032	723	5.192	343	1.378	922	78	92	250	35
II	14.006	5.437	2.111	758	5.349	351	1.162	749	62	90	241	20
III	14.162	5.431	2.136	785	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
IV	15.031	5.376	2.972	799	5.510	373	951	628	49	72	182	20
2009 Nov	14.245	5.389	2.156	796	5.537	366	912	590	37	69	197	20
Dic	15.031	5.376	2.972	799	5.510	373	970	695	67	69	121	18
2010 Ene	15.150	5.425	3.000	809	5.549	368	1.128	714	73	69	258	14
Feb	15.206	5.416	2.976	827	5.612	375	913	574	32	71	214	22
	A corto plazo											
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.619	733	70	70	725	21	874	639	14	68	137	15
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
IV	1.619	733	70	70	725	21	753	550	14	60	116	13
2009 Nov	1.585	706	34	74	751	19	718	515	9	58	121	15
Dic	1.619	733	70	70	725	21	805	621	20	59	93	12
2010 Ene	1.634	737	69	73	741	13	823	595	20	61	143	6
Feb	1.609	735	59	77	723	16	706	499	25	55	115	12
	A largo plazo²⁾											
2008	11.586	4.451	1.863	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.412	4.644	2.902	729	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 I	12.028	4.558	1.991	625	4.529	324	300	116	61	18	96	8
II	12.385	4.652	2.074	673	4.650	335	296	119	48	21	102	7
III	12.529	4.680	2.105	703	4.701	339	206	83	33	14	72	4
IV	13.412	4.644	2.902	729	4.784	353	198	78	35	13	66	6
2009 Nov	12.660	4.683	2.122	722	4.786	348	194	75	28	11	76	5
Dic	13.412	4.644	2.902	729	4.784	353	165	74	47	10	28	7
2010 Ene	13.516	4.688	2.930	735	4.808	355	305	120	53	8	115	8
Feb	13.597	4.681	2.917	750	4.890	358	207	75	7	16	100	10
	del cual: a tipo fijo											
2008	7.615	2.327	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.711	2.607	897	598	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 I	7.935	2.395	701	491	4.095	253	208	72	27	18	86	5
II	8.250	2.493	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
III	8.376	2.528	767	570	4.251	259	140	49	14	13	61	3
IV	8.711	2.607	897	598	4.338	271	131	45	10	12	59	5
2009 Nov	8.508	2.550	774	590	4.329	265	142	47	13	11	68	2
Dic	8.711	2.607	897	598	4.338	271	83	33	8	8	27	6
2010 Ene	8.765	2.648	901	600	4.347	268	202	80	11	7	100	4
Feb	8.866	2.652	897	612	4.435	271	158	41	3	13	93	8
	del cual: a tipo variable											
2008	3.478	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.280	1.751	1.954	121	374	81	61	27	25	1	6	2
2009 I	3.586	1.758	1.264	125	369	70	75	32	34	0	5	3
II	3.615	1.741	1.301	124	374	74	65	30	24	1	7	2
III	3.612	1.726	1.312	123	372	79	49	21	18	1	7	1
IV	4.280	1.751	1.954	121	374	81	58	26	24	1	5	2
2009 Nov	3.606	1.708	1.322	122	373	81	42	21	14	0	5	2
Dic	4.280	1.751	1.954	121	374	81	74	34	38	1	1	0
2010 Ene	4.320	1.753	1.976	125	382	85	84	31	40	0	8	5
Feb	4.297	1.743	1.967	128	374	86	40	30	2	3	3	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

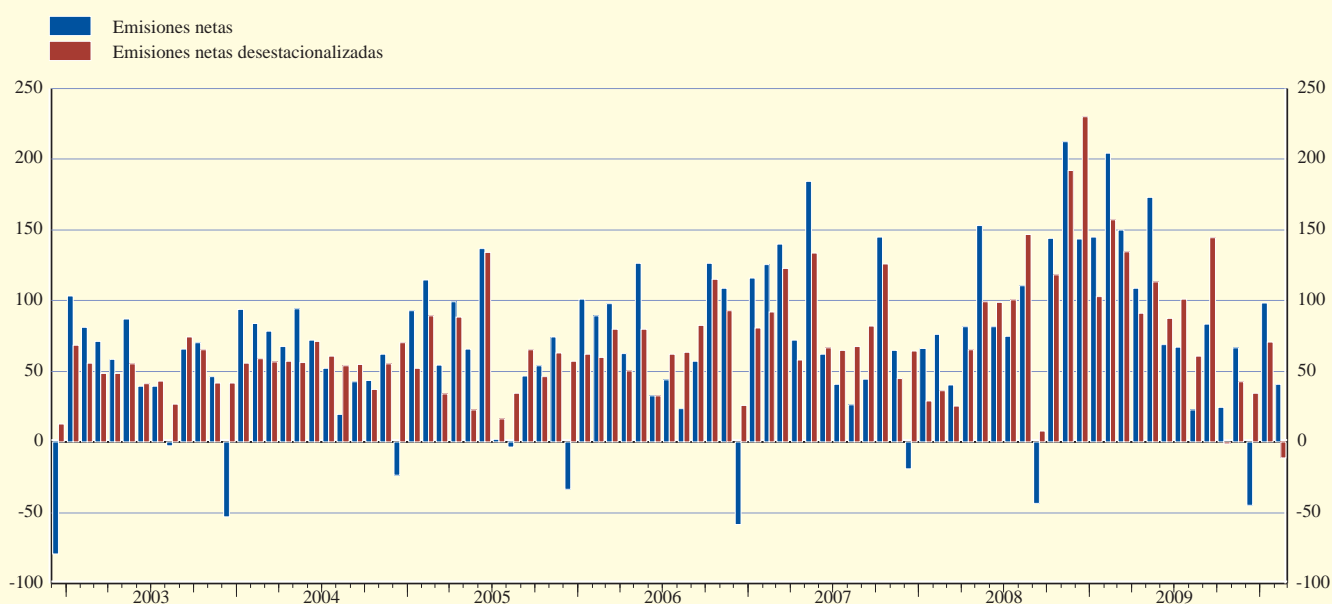
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

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											
2008	95,2	23,1	34,9	4,3	31,8	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	89,2	9,9	22,1	8,0	46,4	2,8	89,1	9,7	21,5	7,8	47,3	2,8
2009 I	166,5	39,8	35,0	7,0	83,9	0,9	131,5	20,3	44,9	5,2	58,7	2,4
II	117,0	21,8	27,1	11,5	53,8	2,8	97,2	21,2	26,8	7,4	39,0	2,8
III	57,8	0,4	9,6	10,1	35,4	2,3	102,2	9,9	28,8	12,9	47,1	3,5
IV	15,5	-22,4	16,7	3,6	12,5	5,1	25,3	-12,7	-14,4	5,6	44,3	2,5
2009 Nov	66,6	8,9	12,1	3,0	39,7	2,8	42,7	11,6	2,9	2,6	25,2	0,4
Dic	-44,5	-28,4	27,4	-1,2	-49,4	7,1	34,5	23,3	-35,7	7,3	36,4	3,2
2010 Ene	98,6	37,7	23,6	6,5	36,4	-5,6	70,8	13,8	64,1	2,6	-8,2	-1,5
Feb	41,1	-20,6	-21,5	16,7	60,1	6,5	-11,0	-46,3	-23,9	17,9	34,1	7,2
	A largo plazo											
2008	65,7	16,2	32,8	2,8	13,4	0,6	65,0	16,3	32,0	2,9	13,3	0,5
2009	88,8	15,1	24,2	11,8	34,5	3,1	88,4	15,2	23,7	11,9	34,6	3,1
2009 I	134,7	25,0	41,8	12,9	52,0	3,0	130,2	16,3	51,9	14,4	44,7	2,9
II	125,7	36,2	28,6	15,9	41,3	3,7	94,6	25,5	27,7	12,2	25,7	3,5
III	53,9	12,3	11,7	11,1	17,4	1,4	98,9	22,5	31,1	13,0	29,8	2,5
IV	40,8	-13,1	14,8	7,4	27,3	4,4	29,9	-3,5	-16,0	7,9	38,1	3,5
2009 Nov	84,8	12,9	13,1	8,3	47,8	2,7	51,2	17,5	3,7	7,7	22,1	0,2
Dic	-18,0	-46,2	25,5	2,7	-5,0	4,9	-14,2	-19,1	-36,5	4,7	30,9	5,7
2010 Ene	89,0	38,0	24,0	3,3	21,6	2,0	131,9	40,5	61,8	4,5	23,4	1,7
Feb	66,3	-18,0	-11,7	13,3	79,5	3,2	24,4	-40,4	-11,9	14,6	57,9	4,2

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.

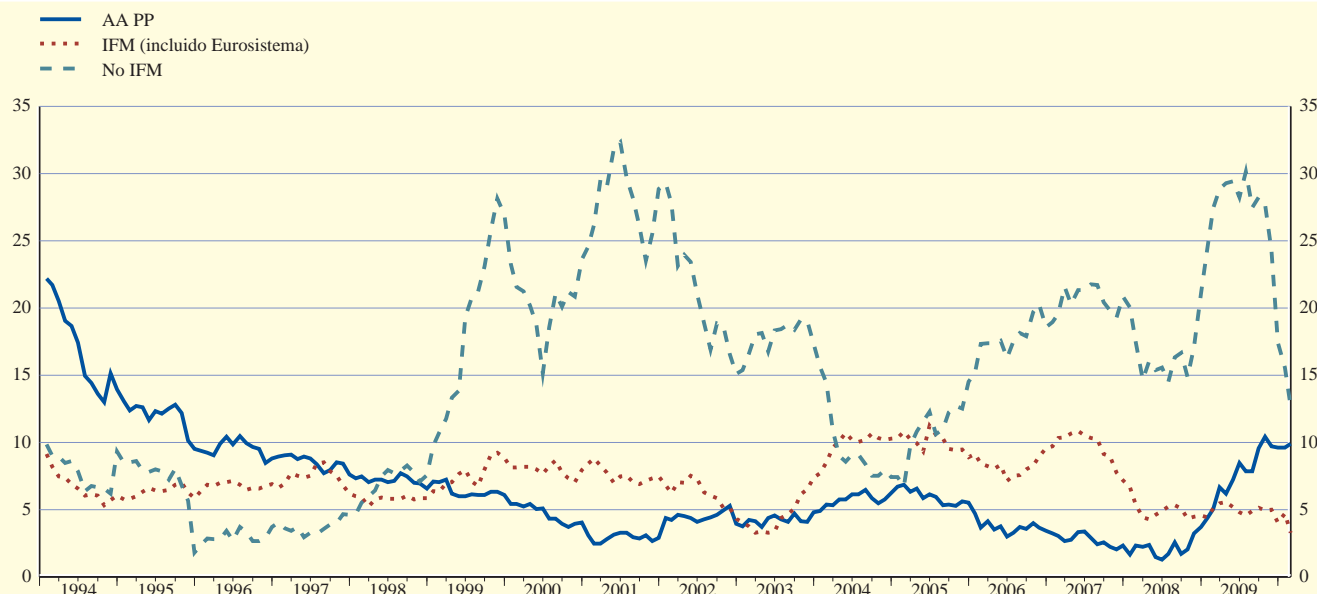
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾

(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											
2009 Feb	11,0	6,3	32,0	8,2	10,1	6,5	13,1	3,8	36,2	13,4	16,1	7,2
Mar	11,9	6,4	33,1	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,0	13,0	19,8	10,0
Abr	12,0	6,3	33,3	10,2	11,7	10,6	14,6	6,0	41,5	15,4	15,1	11,3
May	12,1	5,5	32,8	10,2	12,8	9,5	13,1	5,8	35,1	15,9	13,0	11,9
Jun	11,9	4,8	29,6	11,8	13,7	9,6	10,6	4,7	24,1	10,8	12,0	9,6
Jul	11,7	4,2	30,7	13,3	13,5	9,4	10,5	4,8	24,1	14,3	11,0	10,3
Ago	11,0	3,5	26,8	12,9	13,4	9,0	8,9	3,2	18,4	12,5	10,7	10,8
Sep	12,0	4,2	27,0	15,3	14,9	10,6	9,0	3,5	17,2	17,4	10,2	11,3
Oct	10,9	3,0	25,8	16,2	13,6	10,4	7,5	0,1	11,9	17,3	12,1	9,4
Nov	9,6	2,5	21,3	15,9	12,1	10,6	6,4	-0,7	9,0	15,9	11,3	9,3
Dic	8,1	2,2	13,4	13,8	11,3	9,7	5,3	-0,3	3,5	15,4	10,7	10,4
2010 Ene	7,7	2,2	13,2	13,2	10,2	9,1	4,8	-0,3	3,2	11,9	9,4	7,8
Feb	6,3	0,5	9,4	14,3	9,8	10,8	3,7	-2,0	0,9	16,0	8,8	10,9
	A largo plazo											
2009 Feb	9,2	5,1	33,8	10,6	5,1	3,9	10,6	3,0	40,9	19,5	7,4	3,0
Mar	10,3	5,4	34,8	13,1	6,7	5,8	13,2	3,9	42,8	21,1	11,8	7,3
Abr	10,3	5,6	34,7	14,8	6,0	8,7	14,0	5,2	46,7	26,1	10,0	11,8
May	10,6	5,2	34,3	16,4	7,2	8,5	13,3	5,7	39,5	30,5	9,1	14,2
Jun	10,8	4,8	31,6	19,0	8,5	8,4	11,9	5,6	27,8	29,0	9,8	12,6
Jul	10,8	4,6	33,3	21,3	7,8	8,0	11,2	6,1	25,3	26,6	8,6	12,0
Ago	10,5	4,9	29,8	20,8	7,8	8,0	10,3	6,8	19,6	22,1	8,3	13,2
Sep	11,5	5,1	30,0	23,3	9,6	9,3	9,9	6,4	18,6	25,4	7,5	11,4
Oct	11,7	4,9	28,6	25,3	10,4	10,4	9,5	4,7	12,7	24,6	11,0	9,0
Nov	10,8	5,0	23,7	26,2	9,6	10,8	8,4	4,3	9,8	22,2	10,1	7,6
Dic	9,2	4,0	15,2	24,2	9,5	11,8	6,1	2,5	3,8	19,7	9,0	10,9
2010 Ene	9,1	4,7	13,7	21,3	9,5	11,4	6,8	3,3	3,1	16,1	10,5	10,7
Feb	8,0	3,3	10,1	21,0	9,8	12,2	5,6	-0,1	1,3	19,8	11,2	11,4

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.

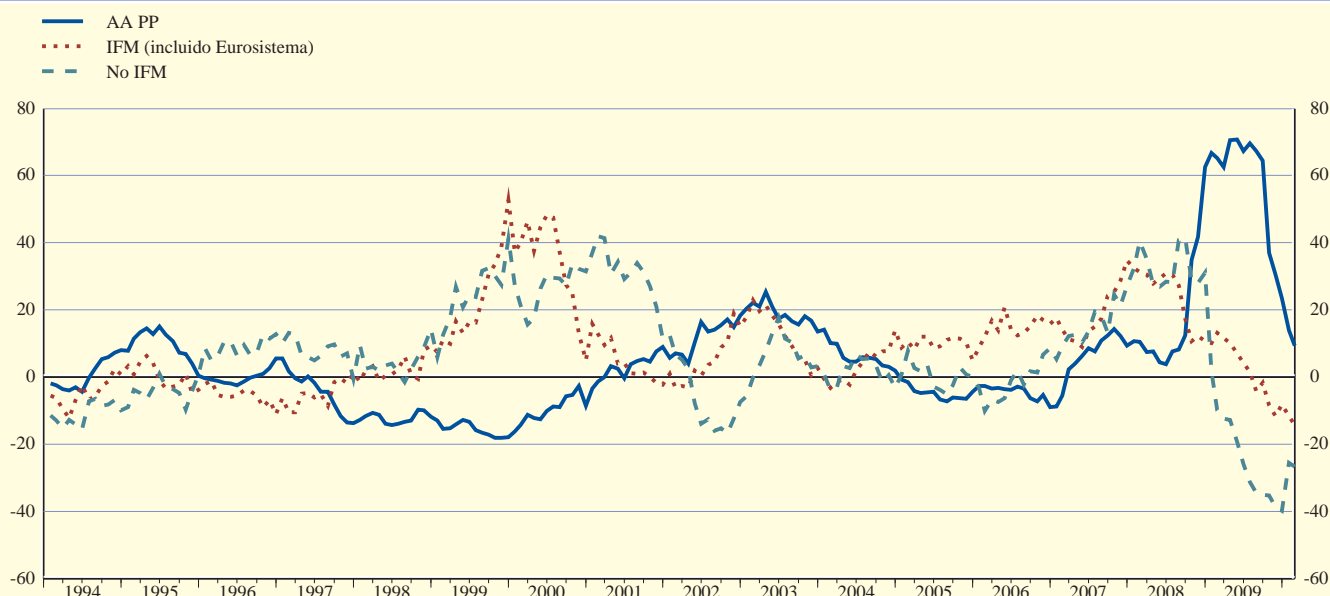
4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro ¹⁾ (cont.)

(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												
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
2009	9,6	7,0	20,8	24,2	8,1	4,2	12,3	2,0	37,0	-2,0	0,1	20,7
2009 I	6,1	4,9	12,9	12,5	5,4	1,6	15,8	5,3	44,7	0,8	0,8	11,1
II	9,0	6,8	20,3	21,3	7,5	4,8	14,6	3,3	44,0	-1,1	-0,6	19,9
III	10,6	7,2	24,6	28,5	9,0	3,9	11,6	1,0	36,5	-3,3	-1,6	25,1
IV	12,4	8,9	25,1	34,0	10,3	6,6	7,8	-1,6	25,3	-4,4	2,0	26,2
2009 Sep	11,7	8,2	24,5	31,8	10,0	4,4	11,2	0,2	34,5	-4,8	2,9	28,2
Oct	12,7	8,5	25,9	34,3	11,1	6,4	9,5	-1,1	31,2	-4,3	1,3	26,1
Nov	12,5	9,4	25,5	35,3	10,1	7,1	7,0	-1,8	23,4	-4,2	1,7	25,8
Dic	12,1	9,6	23,1	32,9	9,7	8,3	2,8	-4,0	11,6	-4,6	3,0	25,2
2010 Ene	11,7	10,6	19,4	28,5	9,3	7,0	3,4	-3,5	10,7	-3,6	7,3	28,2
Feb	11,0	8,8	14,3	27,4	10,0	8,3	1,5	-4,6	7,9	-1,9	3,2	27,1
En euros												
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
2009	10,1	8,9	23,1	22,6	8,2	3,6	14,6	3,9	39,3	-2,6	-0,4	21,8
2009 I	6,5	6,1	16,3	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,7	0,9	10,9
II	9,6	8,7	23,3	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,0	-1,8	-0,7	21,7
III	11,3	9,4	26,5	27,4	9,2	3,3	13,8	2,9	38,8	-3,9	-2,4	27,4
IV	12,9	11,2	25,8	33,5	10,4	6,1	9,3	-0,2	26,6	-5,2	0,7	26,8
2009 Sep	12,3	10,7	25,8	30,7	10,1	3,7	13,3	2,0	36,4	-5,7	1,7	30,5
Oct	13,3	11,0	27,1	33,7	11,2	5,7	11,3	0,6	32,6	-5,3	0,0	26,9
Nov	13,0	11,8	25,9	34,8	10,2	6,8	8,4	-0,6	24,6	-5,0	0,4	25,9
Dic	12,3	11,0	22,8	33,4	9,8	8,0	3,8	-3,2	12,5	-5,2	1,7	25,1
2010 Ene	11,7	11,6	19,3	29,1	9,4	6,6	4,2	-3,1	11,7	-4,1	5,9	28,3
Feb	11,3	9,8	14,1	28,4	10,1	8,1	2,1	-4,4	8,8	-2,2	1,8	27,0

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)



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)

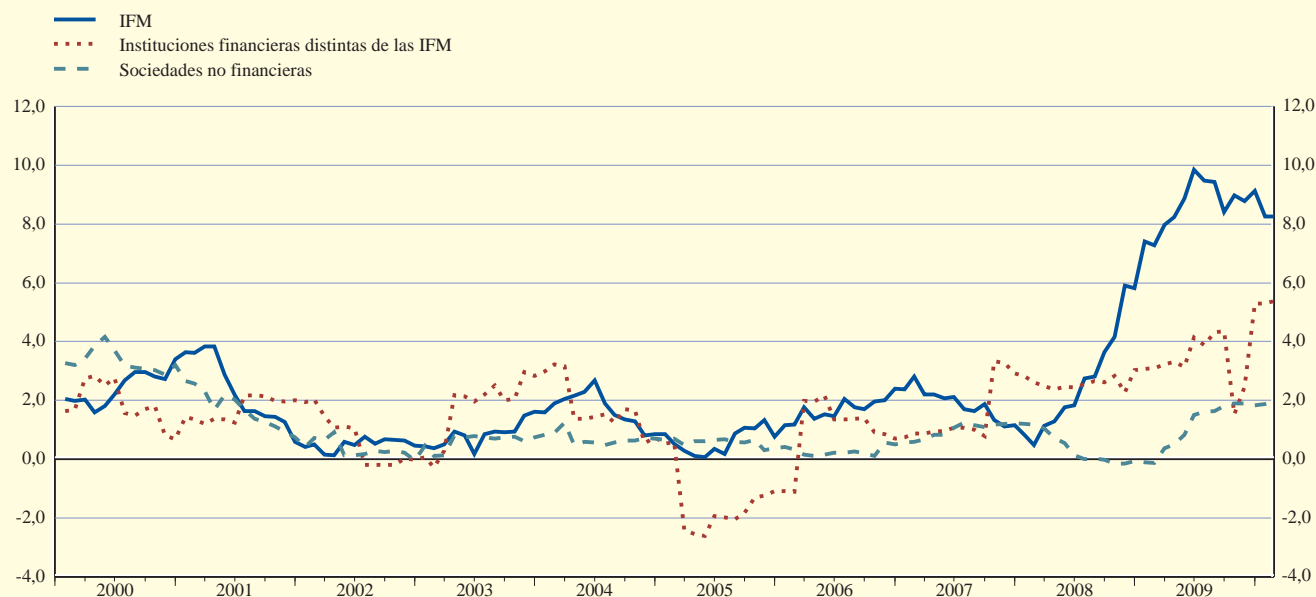
1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	7	7	8	9
2008 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	3.300,8	105,6	1,1	342,8	7,4	258,7	3,1	2.699,3	-0,1
Feb	2.934,9	105,6	1,1	275,0	7,3	206,0	3,1	2.453,9	-0,1
Mar	3.018,8	106,1	1,5	314,5	8,0	223,5	3,2	2.480,8	0,4
Abr	3.452,3	106,2	1,7	412,8	8,2	274,3	3,3	2.765,1	0,5
May	3.600,2	106,5	2,0	453,2	8,9	283,0	3,1	2.864,1	0,8
Jun	3.551,0	107,3	2,7	448,5	9,8	279,1	4,1	2.823,4	1,5
Jul	3.836,7	107,5	2,7	509,4	9,5	300,7	3,9	3.026,5	1,6
Ago	4.034,6	107,5	2,8	572,4	9,4	321,4	4,3	3.140,9	1,6
Sep	4.204,0	107,6	2,8	593,0	8,4	351,3	4,4	3.259,6	1,8
Oct	4.059,1	107,8	2,7	568,1	9,0	325,9	1,5	3.165,1	1,9
Nov	4.072,6	108,1	2,8	567,6	8,8	317,6	2,5	3.187,4	1,9
Dic	4.420,7	108,5	3,0	572,5	9,1	348,5	5,3	3.499,6	1,8
2010 Ene	4.253,1	108,7	2,9	522,9	8,3	338,4	5,3	3.391,8	1,9
Feb	4.171,0	108,7	3,0	504,1	8,3	337,0	5,4	3.329,9	2,0

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⁾

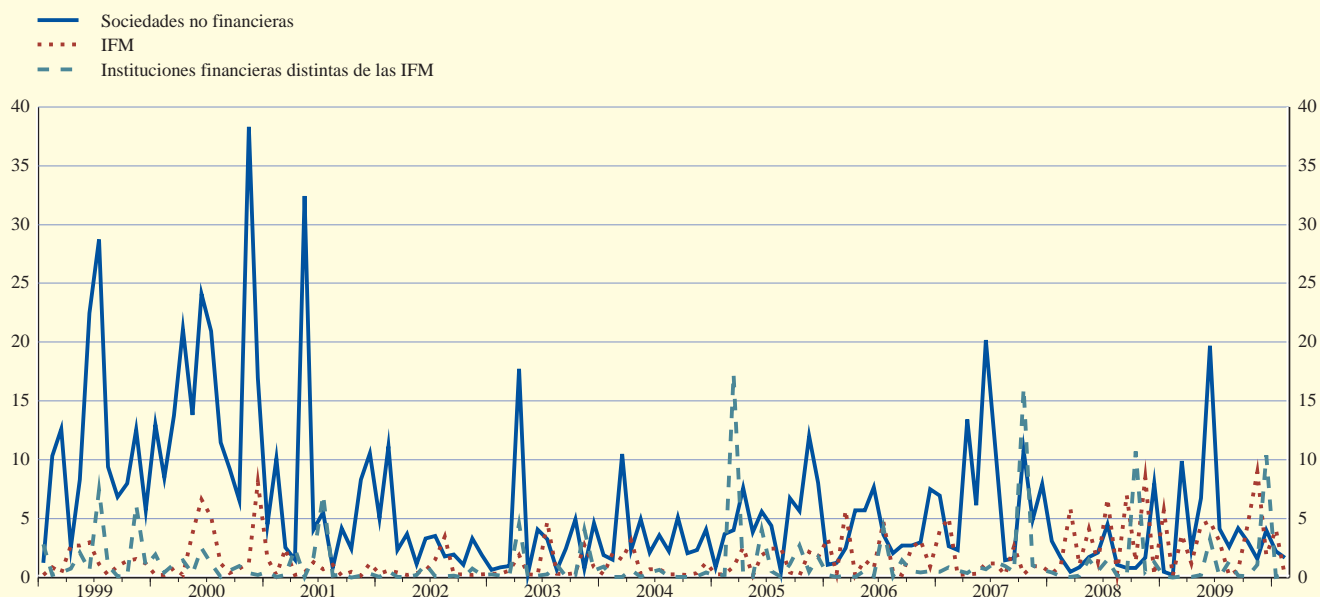
(mm de euros; valores de mercado)

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
2008 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	3,6	0,3	3,3	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,3	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,7	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,7	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
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	3,9	3,3	0,6	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,6	3,3	-0,7
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	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
Dic	16,2	0,2	16,0	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,3	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,2	0,0	2,2
Feb	1,8	0,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	1,6	0,1	1,5

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
2009 Abr	0,66	2,01	2,69	2,87	2,22	3,75	0,76	1,15	2,64	3,06	1,12
May	0,61	1,89	2,39	2,71	1,99	3,62	0,73	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	0,57	0,82	2,41	2,92	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	2,11	2,92	0,58
Dic	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,53	0,64
2010 Ene	0,43	1,74	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
Feb	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
Mar	0,42	1,89	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,79	2,73	2,26	0,50

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
2009 Abr	9,71	7,39	6,50	8,26	8,05	3,38	4,21	4,55	4,68	4,23	3,54	4,69	4,90
May	9,62	7,82	6,44	8,16	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
Jun	9,55	7,26	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,55	4,76	4,95
Jul	9,31	7,63	6,49	8,03	8,02	3,03	4,10	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
Ago	9,26	7,93	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,24	4,74	4,82
Sep	9,26	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	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
Nov	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
Dic	8,99	6,42	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 Ene	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,13	4,45	4,46
Feb	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,17	4,48	4,74
Mar	8,86	6,34	6,22	7,95	7,60	2,63	3,73	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55

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
2009 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	4,23	3,42	4,67	4,24	2,30	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	4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
Dic	4,05	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene	4,05	3,25	4,20	3,99	2,01	2,88	3,65
Feb	4,02	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
Mar	3,99	3,24	4,21	4,00	1,98	2,41	3,43

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.
- Para esta categoría de instrumentos, las operaciones nuevas y los saldos vivos coinciden. Fin de período.
- 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.
- La tasa anual equivalente es igual al coste total de un préstamo. El coste total comprende no solo un componente de tipos de interés, sino también un componente por 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		
	1	Hasta 2 años	Más de 2 años	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	6	Hasta 2 años	Más de 2 años		8
2009 Abr	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,76	2,50	3,84	1,95
May	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,73	2,35	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	0,57	1,97	3,52	1,53
Ago	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,89	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	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28
Dic	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21
2010 Ene	0,43	2,20	2,81	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
Feb	0,42	2,15	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,19
Mar	0,42	2,13	2,76	1,45	2,05	0,44	1,39	3,23	1,16

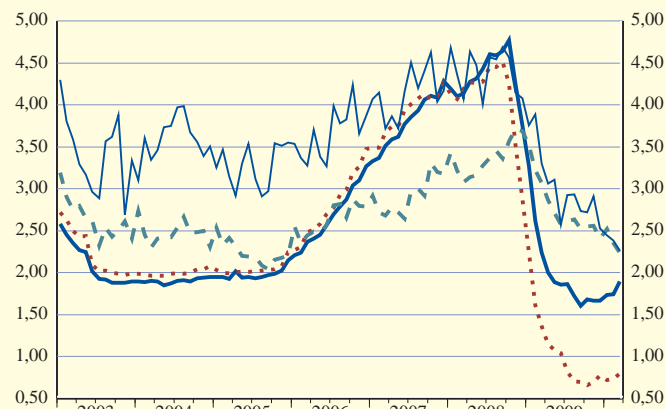
5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	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
2009 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	3,71	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	7,82	6,74	5,65	3,65	3,50	3,73
Sep	4,18	4,26	4,25	7,80	6,71	5,63	3,62	3,43	3,68
Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
Dic	4,08	4,11	4,07	7,55	6,57	5,43	3,46	3,35	3,50
2010 Ene	3,99	4,05	4,00	7,51	6,52	5,38	3,47	3,31	3,45
Feb	4,04	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
Mar	3,98	4,04	3,98	7,42	6,48	5,34	3,43	3,26	3,36

C21 Nuevos depósitos a plazo

(en porcentaje, excluidas comisiones; media del período)

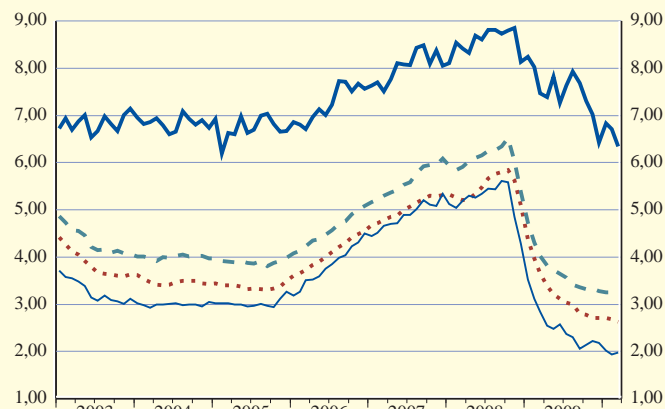
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - - De los hogares, más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



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.

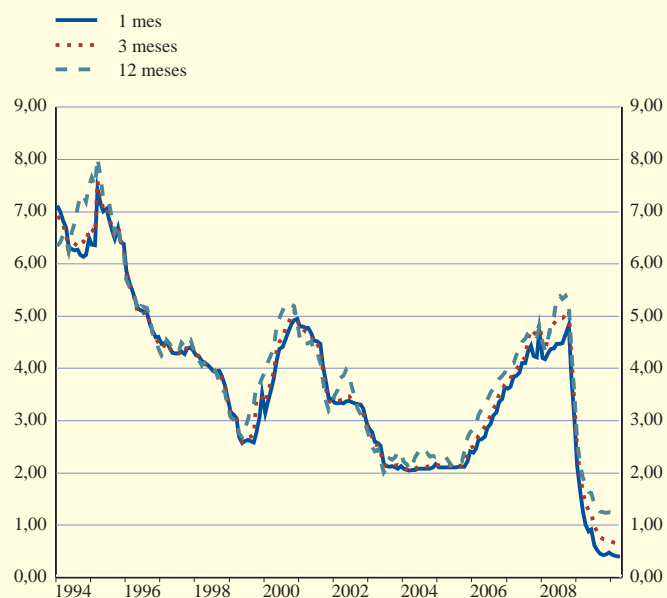
4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(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
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
2010 I	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
2009 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
2010 Ene	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
Feb	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
Mar	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
Abr	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24

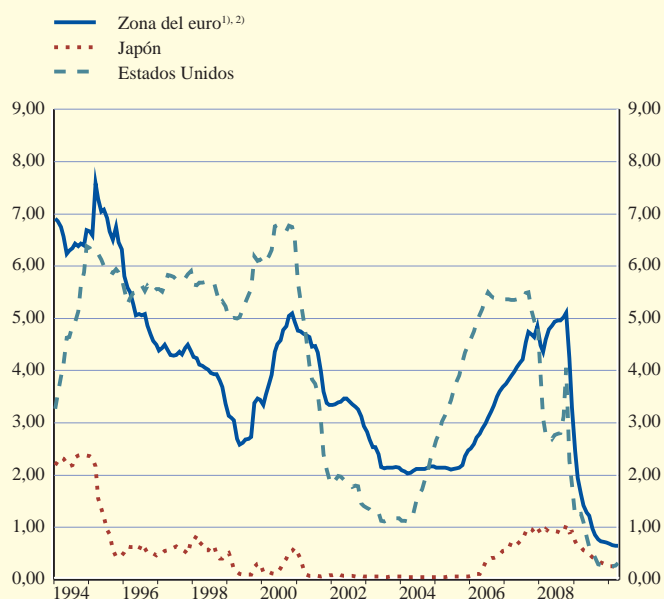
C23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro^(1,2)

(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⁾

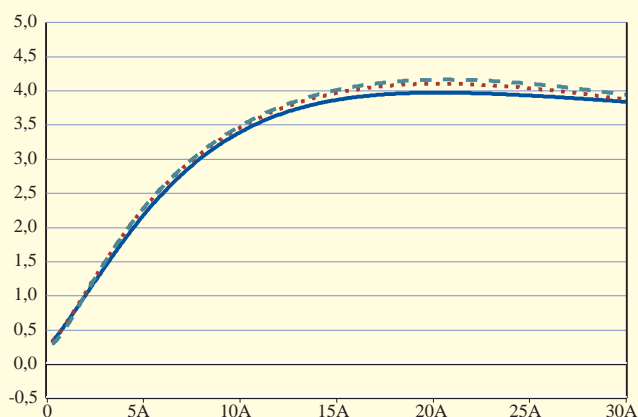
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
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
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
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
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
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
IV	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 I	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
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
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
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
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
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
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
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
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
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
2010 Ene	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
Feb	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
Mar	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
Abr	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94

C25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(en porcentaje; fin de período)

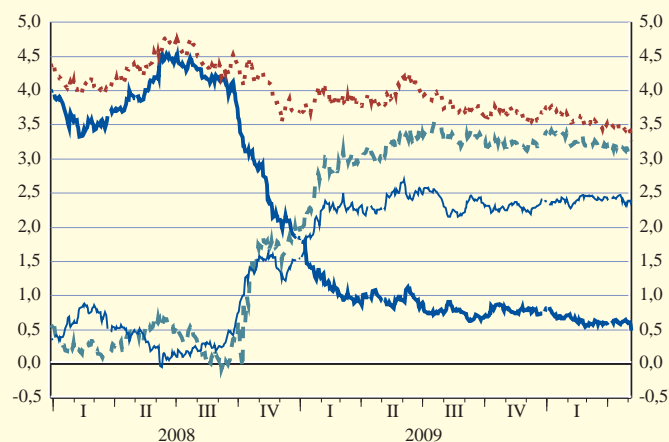
- Abril 2010
- ... Marzo 2010
- - - Febrero 2010



C26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

- Tipo a un año (escala izquierda)
- ... Tipo a diez años (escala izquierda)
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses (escala derecha)
- Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años (escala derecha)



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

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

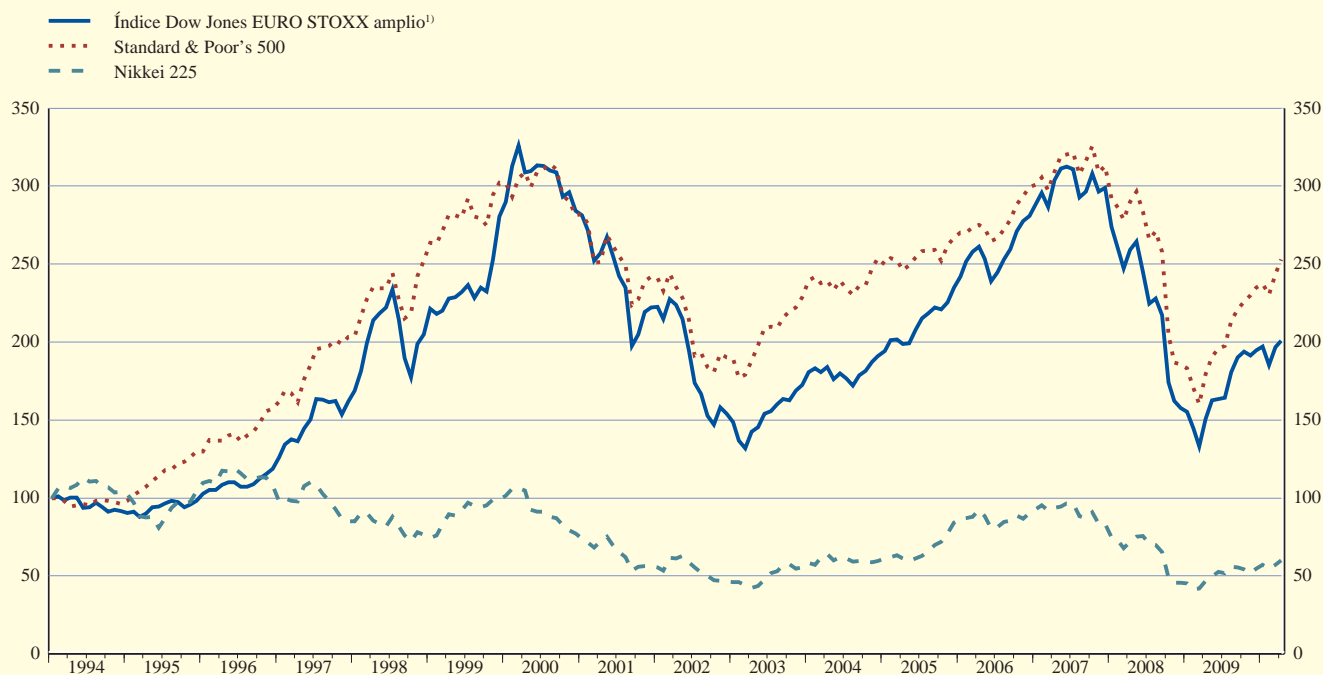
4.8 Índices bursátiles

(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
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
2010 I	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
2009 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
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
Mar	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
Abr	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8

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⁾

% del total ³⁾	Total					Total (d.; variación sobre el período anterior)						Pro memoria: Precios administrados ²⁾	
	Índice: 2005 = 100	Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,9	11,1
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2009 I	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,2	0,0	0,3	0,1	-4,9	0,5	0,7	2,9
II	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,1	0,7	0,4	0,0	1,8
III	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2
IV	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 I	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,0	0,9	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
2009 Nov	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,1	0,2	0,0	1,4	0,1	0,4	0,8
Dic	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,2	-0,1	0,1	-0,5	0,1	0,9	0,8
2010 Ene	108,1	1,0	0,9	0,7	1,4	0,2	-0,1	0,3	-0,1	2,1	0,0	1,1	0,4
Feb	108,4	0,9	0,8	0,6	1,3	0,1	0,0	0,5	0,0	-0,1	0,1	1,0	0,4
Mar	109,4	1,4	0,9	1,3	1,6	0,4	0,0	0,8	0,0	2,6	0,3	1,6	0,4
Abr ⁴⁾	.	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

% del total ³⁾	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					
	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
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
IV	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2010 I	0,0	0,6	-0,8	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2009 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
Dic	-0,2	0,7	-1,6	0,8	0,4	1,8	1,9	1,7	2,5	-0,8	1,2	2,2
2010 Ene	-0,1	0,6	-1,3	1,1	0,1	4,0	1,9	1,7	2,6	-0,9	1,0	1,6
Feb	-0,1	0,6	-1,2	0,9	0,1	3,3	1,9	1,6	2,2	-0,4	0,9	1,6
Mar	0,3	0,5	-0,1	1,8	0,1	7,2	1,9	1,6	2,7	-0,3	1,4	1,5

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://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Ponderaciones para 2010.
- 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 manufacturera	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
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,4	1,4	13,5	4,6	6,6
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,5	2,2	1,2	4,1	4,5
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,5
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	0,1	-3,1
2009 I	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,8	-1,4	-4,4	2,6	-
II	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,4	-0,2	-3,1 ⁴⁾
III	108,0	-7,8	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,7	-
IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	-0,2	-3,1 ⁴⁾
2010 I	109,6	-0,2	1,7	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	0,3	-0,7	0,1	-	-
2009 Oct	108,2	-6,6	-5,2	-3,9	-6,5	-0,6	-2,8	0,4	-3,3	-14,3	-	-
Nov	108,4	-4,4	-2,8	-3,0	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,7	-8,7	-	-
Dic	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,5	-0,5	-2,0	0,5	-2,3	-5,1	-	-
2010 Ene	109,2	-1,0	0,9	-1,0	-1,6	-0,7	-0,7	0,5	-0,8	-1,6	-	-
Feb	109,4	-0,4	1,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	0,3	-0,6	-0,8	-	-
Mar	110,1	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,5	-0,4	0,3	-0,5	2,8	-	-

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						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones ⁸⁾	Impor- taciones ⁸⁾
		Ponderados ⁶⁾ por las importaciones			Ponderados ⁷⁾ por el destino					Demanda interna					
		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	45,0	55,0									
	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	2,7	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	2,7	2,4	2,5	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	120,3	1,0	0,1	-0,1	2,0	-0,7	-3,2	-5,8
2008 IV	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,3	1,5	1,9	2,0	1,8	2,0	0,0
2009 I	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,8	0,9	0,4	2,7	0,6	-2,0	-4,3
II	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,1	1,1	-0,2	-0,3	1,6	-0,8	-3,6	-6,9
III	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,3	0,9	-0,6	-0,7	2,4	-1,6	-4,4	-8,1
IV	51,2	2,9	5,8	1,4	2,4	-0,9	4,9	120,4	0,4	0,1	0,2	1,5	-1,1	-2,8	-3,9
2009 Nov	52,1	-0,8	3,0	-2,7	-0,9	-2,9	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Dic	51,6	19,0	16,2	20,5	19,7	11,0	27,1	-	-	-	-	-	-	-	-
2010 Ene	54,0	26,8	8,1	38,7	25,5	7,5	42,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb	54,5	25,0	4,7	38,0	24,8	6,9	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Mar	59,1	33,9	8,5	49,8	31,3	7,5	54,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Abr	64,0	35,3	7,6	52,4	33,4	8,4	56,6	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson 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.europa.eu/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 solo 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.europa.eu/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					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufac- turera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transportes y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales			7
	1	2	3	4	5	6	7		
Costes laborales unitarios ¹⁾									
2006	110,0	1,0	1,4	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0	
2007	111,7	1,6	2,3	0,8	4,1	0,6	2,3	1,7	
2008	115,4	3,3	-0,2	3,7	3,1	3,1	3,1	3,0	
2009	119,8	3,8	0,6	9,8	1,6	4,7	1,0	2,2	
2008 IV	118,1	4,7	-0,9	9,7	3,2	5,3	2,4	2,8	
2009 I	120,1	5,7	0,2	15,7	2,6	7,2	0,8	3,0	
II	120,2	4,6	0,8	13,8	1,4	5,9	1,5	1,5	
III	119,7	3,4	0,0	8,3	0,8	3,6	0,7	3,1	
IV	119,7	1,3	0,4	1,6	1,5	2,2	0,9	1,5	
Remuneración por asalariado									
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7	
2007	117,8	2,5	3,9	2,9	2,7	2,1	2,4	2,5	
2008	121,6	3,2	2,8	3,0	4,5	2,7	2,4	3,7	
2009	123,4	1,5	3,2	0,4	2,8	1,5	1,3	2,2	
2008 IV	122,6	2,9	1,9	2,8	4,3	2,9	1,8	3,3	
2009 I	122,6	1,8	3,0	0,5	2,9	2,4	0,6	2,9	
II	123,1	1,4	3,4	0,1	3,3	2,1	1,8	1,5	
III	123,7	1,4	3,4	0,4	2,8	0,5	1,3	2,8	
IV	124,1	1,2	2,8	0,5	2,4	1,1	1,9	1,7	
Productividad del trabajo ²⁾									
2006	104,5	1,3	1,8	3,9	0,1	1,1	0,1	-0,4	
2007	105,5	1,0	1,6	2,1	-1,4	1,5	0,1	0,7	
2008	105,3	-0,1	3,1	-0,7	1,3	-0,4	-0,7	0,7	
2009	103,0	-2,2	2,5	-8,6	1,2	-3,1	0,4	0,0	
2008 IV	103,8	-1,7	2,9	-6,3	1,1	-2,3	-0,6	0,5	
2009 I	102,0	-3,7	2,8	-13,1	0,3	-4,4	-0,3	-0,1	
II	102,4	-3,0	2,6	-12,0	1,8	-3,5	0,3	0,0	
III	103,4	-1,9	3,4	-7,2	2,0	-3,0	0,6	-0,2	
IV	103,7	-0,1	2,4	-1,0	0,9	-1,1	1,0	0,2	

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	8
	1	2	3	4	5	6	7	
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,3	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,4	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	100,0	3,5	3,5	3,3	3,9	4,2	3,1	3,2
2009	103,3	3,3	3,1	3,9	4,1	3,7	2,8	2,6
2008 IV	101,8	4,5	4,3	4,9	6,2	5,1	3,4	3,6
2009 I	102,2	3,6	3,4	4,6	5,0	3,5	2,8	3,2
II	103,2	4,3	4,1	4,7	5,5	4,5	3,6	2,8
III	103,5	3,0	2,8	3,5	4,4	3,0	2,2	2,3
IV	104,1	2,2	2,0	2,7	1,4	3,7	2,4	2,1

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.europa.eu/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	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2006	8.557,6	8.460,3	4.869,7	1.733,4	1.832,1	25,0	97,2	3.451,6	3.354,4
2007	9.006,7	8.865,5	5.062,1	1.803,4	1.970,7	29,4	141,2	3.733,0	3.591,8
2008	9.254,7	9.158,4	5.228,9	1.891,6	2.000,3	37,6	96,3	3.858,6	3.762,3
2009	8.975,1	8.856,6	5.170,6	1.974,5	1.771,2	-59,7	118,6	3.257,7	3.139,1
2008 IV	2.292,1	2.273,8	1.303,6	480,3	481,1	8,8	18,2	903,6	885,4
2009 I	2.238,7	2.223,3	1.288,2	487,2	453,7	-5,8	15,4	808,7	793,3
II	2.236,0	2.206,1	1.290,7	492,2	444,7	-21,6	29,9	793,2	763,3
III	2.249,0	2.216,0	1.292,8	498,6	439,1	-14,5	32,9	818,0	785,1
IV	2.251,5	2.211,2	1.298,9	496,4	433,7	-17,8	40,3	837,8	797,4
	<i>Porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,7	57,6	22,0	19,7	-0,7	1,3	-	-
	<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados)³⁾</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 IV	-1,9	-0,8	-0,6	0,6	-4,1	-	-	-7,3	-4,8
2009 I	-2,5	-2,3	-0,5	0,6	-5,2	-	-	-8,0	-7,6
II	-0,1	-0,8	0,1	0,6	-1,6	-	-	-1,1	-2,8
III	0,4	0,4	-0,1	0,7	-0,9	-	-	2,9	2,9
IV	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-1,3	-	-	1,9	1,3
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	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	2,1	-0,6	-	-	1,0	1,1
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,3	-10,8	-	-	-12,9	-11,5
2008 IV	-1,9	-0,5	-0,7	2,4	-6,0	-	-	-7,0	-3,8
2009 I	-5,0	-3,5	-1,4	2,4	-11,4	-	-	-16,1	-12,9
II	-4,9	-3,7	-1,0	2,3	-11,6	-	-	-16,6	-14,3
III	-4,1	-3,4	-1,1	2,6	-11,3	-	-	-13,2	-11,9
IV	-2,2	-2,9	-0,6	1,8	-8,8	-	-	-4,6	-6,3
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2008 IV	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,9	0,3	-1,2	-	-
2009 I	-2,5	-2,3	-0,3	0,1	-1,1	-1,0	-0,2	-	-
II	-0,1	-0,8	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
III	0,4	0,4	-0,1	0,2	-0,2	0,5	0,0	-	-
IV	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,2	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	2,8	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	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,3	-0,9	-0,7	-	-
2008 IV	-1,9	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,8	-1,4	-	-
2009 I	-5,0	-3,5	-0,8	0,5	-2,5	-0,6	-1,6	-	-
II	-4,9	-3,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
III	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
IV	-2,2	-2,8	-0,3	0,4	-1,9	-1,0	0,7	-	-

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
<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2006	7.643,7	140,8	1.563,7	477,3	1.594,2	2.136,3	1.731,4	913,9
2007	8.047,7	151,0	1.640,4	510,4	1.668,7	2.273,7	1.803,3	959,0
2008	8.309,2	145,9	1.658,7	533,9	1.724,8	2.363,7	1.882,3	945,4
2009	8.080,4	131,3	1.441,3	514,3	1.669,4	2.365,1	1.959,0	894,7
2008 IV	2.061,7	34,6	395,5	132,0	427,7	593,6	478,3	230,4
2009 I	2.015,0	34,2	360,9	130,2	415,7	589,9	484,1	223,6
II	2.013,4	33,1	355,2	129,0	416,5	591,1	488,5	222,6
III	2.025,0	31,9	362,1	128,1	418,7	592,0	492,3	224,0
IV	2.027,0	32,2	363,1	127,0	418,5	592,0	494,2	224,5
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,4	20,7	29,3	24,2	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; desestacionalizados)¹⁾</i>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2008 IV	-1,9	0,1	-6,3	-2,0	-1,9	-0,7	0,3	-1,9
2009 I	-2,6	0,0	-8,0	-1,3	-3,1	-1,1	0,1	-1,7
II	-0,2	-0,2	-1,3	-1,0	-0,1	-0,1	0,7	0,3
III	0,4	0,3	2,4	-1,3	0,2	-0,3	0,2	0,8
IV	0,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,0	0,1	0,4	0,2
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,0	2,4	2,3	3,5	4,2	2,0	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,8	0,9	1,5	1,6	-1,2
2009	-4,2	-0,1	-13,3	-5,8	-4,8	-1,8	1,5	-2,7
2008 IV	-1,8	1,7	-7,5	-4,1	-2,0	-0,1	1,6	-2,4
2009 I	-5,1	0,3	-16,1	-6,8	-5,7	-1,7	1,3	-4,6
II	-5,0	0,2	-16,4	-5,9	-5,4	-2,1	1,6	-3,3
III	-4,3	0,3	-13,0	-5,5	-4,9	-2,1	1,4	-2,4
IV	-2,4	-0,1	-7,2	-4,7	-3,0	-1,4	1,4	-0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2008 IV	-1,9	0,0	-1,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 I	-2,6	0,0	-1,5	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	-
II	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	-
III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-
IV	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2006	2,9	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	0,5	-
2008	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,7	-0,4	-1,0	-0,5	0,3	-
2008 IV	-1,8	0,0	-1,5	-0,3	-0,4	0,0	0,4	-
2009 I	-5,1	0,0	-3,3	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
II	-5,0	0,0	-3,3	-0,4	-1,1	-0,6	0,4	-
III	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,0	-0,6	0,3	-
IV	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,6	-0,4	0,3	-

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
	% del total ¹⁾	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía	
					Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,6	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,1	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2009	-13,9	90,4	-15,0	-16,0	-16,5	-19,2	-21,3	-5,0	-17,5	-3,0	-5,7	-8,3
2009 I	-17,0	91,4	-18,6	-20,4	-20,8	-25,4	-24,5	-7,5	-20,0	-5,4	-4,3	-10,0
II	-16,9	88,9	-18,8	-19,7	-20,1	-24,3	-24,7	-6,0	-21,2	-3,4	-8,9	-7,5
III	-13,8	89,7	-14,5	-15,3	-15,8	-18,2	-21,4	-4,0	-18,4	-1,9	-6,2	-9,4
IV	-7,6	91,5	-7,6	-8,1	-8,6	-6,8	-14,3	-2,6	-10,2	-1,4	-3,8	-6,4
2009 Sep	-12,0	90,2	-12,8	-13,1	-13,8	-15,6	-18,6	-2,8	-15,5	-0,6	-7,3	-7,9
Oct	-10,6	90,5	-11,3	-11,9	-12,5	-12,3	-17,6	-4,7	-14,4	-3,1	-4,9	-6,9
Nov	-7,4	91,6	-7,0	-7,2	-7,5	-5,8	-13,4	-2,0	-8,0	-1,0	-5,1	-8,0
Dic	-4,0	92,3	-3,9	-4,4	-4,8	-0,1	-11,5	-0,9	-7,4	0,1	-1,7	-4,0
2010 Ene	-0,8	93,9	1,5	1,6	1,8	4,4	-0,9	0,5	-2,7	0,9	0,7	-10,4
Feb	0,3	94,5	4,0	4,3	4,2	6,9	3,0	1,7	0,3	2,0	2,2	-14,9
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2009 Sep	0,7	-	0,7	1,0	0,2	-5,2	1,6	-0,2	1,2	1,3	-1,6	-1,1
Oct	0,1	-	0,3	-0,1	-0,3	1,3	-0,6	-1,1	0,0	-1,4	1,6	-0,2
Nov	0,6	-	1,3	1,4	1,4	0,8	1,4	1,4	2,0	0,9	-2,4	-1,4
Dic	0,4	-	0,8	0,3	-0,3	-1,1	0,0	0,3	-1,5	0,6	3,1	-1,6
2010 Ene	1,0	-	1,7	1,6	1,8	1,2	-1,2	0,5	2,1	0,3	2,8	-0,8
Feb	-0,3	-	0,6	0,6	0,1	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0	-0,6	-3,2

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.; miles) ³⁾	Total
	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				
									Calzado, vestido y confección	Equipo del hogar			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% 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		
2007	119,9	8,6	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,3	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,5	-18,5	-2,7	101,7	-1,7	-1,5	-1,9	-1,3	-3,7	923	2,9
2009 II	84,4	-30,5	93,8	-23,4	-3,0	101,6	-2,0	-1,3	-2,4	-2,2	-5,4	933	-0,3
III	91,0	-21,3	96,1	-18,9	-3,4	101,5	-1,8	-1,2	-2,4	-2,8	-3,1	957	9,6
IV	92,1	-2,8	97,5	-9,2	-1,5	101,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,3	-0,7	966	20,5
2010 I	.	.	.	.	0,3	101,7	0,1	0,6	-0,1	.	.	903	7,4
2009 Oct	90,0	-14,7	96,7	-16,6	-1,8	101,7	-0,5	-0,8	-0,4	2,4	-0,9	977	10,8
Nov	92,8	-0,3	97,9	-6,8	-2,6	101,4	-1,6	-1,3	-1,7	-4,0	-1,7	969	34,0
Dic	93,4	9,7	97,8	-2,9	-0,3	102,1	0,3	0,9	0,0	1,8	0,3	953	19,5
2010 Ene	92,0	7,5	99,2	1,2	-0,9	101,8	-0,2	0,8	-0,6	2,4	-1,4	865	8,3
Feb	93,6	12,5	100,4	6,4	0,0	101,7	0,1	0,2	0,2	1,8	0,6	889	2,9
Mar	.	.	.	.	1,9	101,6	0,3	0,9	0,0	.	.	953	10,2
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2009 Nov	-	3,1	-	1,3	-0,4	-	-0,4	0,1	-0,5	-2,6	-0,4	-	-0,8
Dic	-	0,6	-	-0,2	0,9	-	0,7	0,7	0,7	2,2	1,0	-	-1,7
2010 Ene	-	-1,6	-	1,5	-0,3	-	-0,3	-0,2	-0,3	1,2	-1,3	-	-9,2
Feb	-	1,8	-	1,2	0,0	-	-0,2	-0,3	-0,1	-1,1	0,4	-	2,8
Mar	-	.	-	.	0,7	-	0,0	-0,2	-0,1	.	.	-	7,2

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				Utilización de la capacidad productiva (porcentaje) ³⁾	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total ⁴⁾	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total ⁴⁾	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2009 I	71,5	-36	-56	20	-31	72,4	-33	-11	-41	64	-14
II	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
III	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
IV	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 I	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
2009 Nov	91,9	-19	-51	7	2	-	-17	-3	-10	50	-7
Dic	94,1	-16	-47	5	3	-	-16	-3	-10	46	-5
2010 Ene	96,0	-14	-44	3	5	72,3	-16	-3	-9	46	-6
Feb	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7
Mar	97,9	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7
Abr	100,6	-7	-32	-1	9	75,5	-15	-5	-12	36	-8

	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	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2009 I	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
II	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
III	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
IV	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 I	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
2009 Nov	-26	-39	-14	-11	-19	10	-4	-4	-7	-8	4
Dic	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5
2010 Ene	-29	-38	-20	-5	-6	8	-2	-1	-6	-2	5
Feb	-29	-39	-18	-9	-12	9	-5	1	-2	-3	7
Mar	-25	-35	-14	-6	-9	9	-1	1	-3	-1	8
Abr	-25	-37	-13	-1	-1	8	4	5	0	5	11

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⁾

1. Ocupados

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total Millones (d.)	Total	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	25,7	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	144,166	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,731	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,2	3,7	2,0	4,1	1,3
2008	147,804	0,7	0,9	-0,3	-1,4	0,0	-2,1	1,3	2,2	0,9
2009	145,028	-1,9	-1,8	-2,1	-2,6	-5,2	-6,9	-1,8	-2,2	1,5
2008 IV	147,227	-0,1	0,0	-0,8	-1,1	-1,2	-4,9	0,4	0,5	1,2
2009 I	146,077	-1,3	-1,1	-2,1	-2,3	-3,2	-7,1	-1,3	-1,4	1,5
II	145,317	-1,9	-1,9	-2,0	-2,5	-5,0	-7,4	-2,0	-2,3	1,6
III	144,543	-2,3	-2,3	-2,2	-3,0	-6,4	-7,5	-1,9	-2,8	1,6
IV	144,173	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-6,2	-5,6	-2,0	-2,2	1,2
	<i>tasa de variación intertrimestral (d.)</i>									
2008 IV	-0,542	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	-1,1	-2,3	-0,4	-0,5	0,6
2009 I	-1,150	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
II	-0,759	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-1,3	-0,5	-0,8	0,6
III	-0,775	-0,5	-0,5	-0,7	-1,2	-1,7	-1,7	-0,2	-0,5	0,2
IV	-0,370	-0,3	-0,3	-0,2	0,5	-1,1	-0,4	-0,5	-0,1	0,2

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		78,4		21,6		53,8		46,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,389	7,5	6,487	9,4
2007	11,678	7,5	9,126	6,6	2,552	14,9	5,737	6,7	5,941	8,5
2008	11,892	7,6	9,267	6,6	2,625	15,4	5,999	6,9	5,893	8,3
2009	14,856	9,4	11,643	8,2	3,214	19,4	7,990	9,2	6,867	9,6
2009 I	13,906	8,8	10,801	7,7	3,106	18,4	7,363	8,5	6,543	9,2
II	14,758	9,3	11,523	8,2	3,236	19,3	7,945	9,2	6,813	9,5
III	15,246	9,7	11,972	8,5	3,274	19,9	8,224	9,5	7,022	9,8
IV	15,515	9,8	12,275	8,7	3,240	19,9	8,426	9,8	7,089	9,9
2010 I	15,722	10,0	12,533	8,8	3,189	19,9	8,567	9,9	7,155	10,0
2009 Oct	15,492	9,8	12,215	8,6	3,278	20,0	8,391	9,7	7,101	9,9
Nov	15,506	9,8	12,268	8,7	3,238	19,9	8,439	9,8	7,067	9,9
Dic	15,547	9,9	12,343	8,7	3,203	19,7	8,449	9,8	7,098	9,9
2010 Ene	15,652	9,9	12,465	8,8	3,187	19,8	8,529	9,9	7,123	9,9
Feb	15,707	10,0	12,509	8,8	3,198	19,9	8,574	10,0	7,134	10,0
Mar	15,808	10,0	12,626	8,9	3,181	19,9	8,599	10,0	7,209	10,1

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 2009.

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	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE		Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	Impuest. sobre el capital	
	1	2					3	4							5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,4	45,2	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,2	0,3	41,0
2009	44,4	44,1	11,3	9,1	2,2	13,0	0,3	15,7	8,3	4,5	2,2	0,3	0,4	40,4

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	Pagadas por inst. de la UE		Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE
	1	2						3	4					
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	2,4	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	42,9	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	43,1	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,9
2009	50,7	46,5	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,9	0,4	4,2	2,8	1,4	0,0	47,9

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público ⁴⁾							
	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)	Consumo público colectivo	Consumo público individual
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	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	-1,5	-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	-1,1	0,0	-0,1	0,5	2,3	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	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,0	-0,5	-0,4	-0,4	-3,5	22,0	10,8	5,6	5,7	2,0	2,2	8,8	13,3

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
2006	0,3	-1,6	3,0	-3,6	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,5	-1,5	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,1	-5,1	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,2	-0,4	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,3	-7,7	-4,1	-3,3	-2,7	0,9	2,9	-4,5	0,7	-0,4	-2,8	-1,7	-2,3	4,2
2009	-6,0	-3,3	-14,3	-13,6	-11,2	-7,5	-5,3	-6,1	-0,7	-3,8	-5,3	-3,4	-9,4	-5,5	-6,8	-2,2

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

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de *swaps* y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

6.2 Deuda ¹⁾

(en porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumento financiero				Sector tenedor				Otros acreedores ³⁾
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes ²⁾			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,4
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,0	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,5	19,4	10,6	10,5	27,4
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,7	19,6	11,0	9,1	29,3
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,2	18,5	10,7	9,0	31,3
2005	70,1	2,4	11,8	4,7	51,1	36,3	17,2	11,1	8,0	33,8
2006	68,3	2,4	11,5	4,1	50,2	34,4	17,4	9,3	7,7	33,8
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7	32,6	16,7	8,5	7,3	33,4
2008	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4	32,4	16,7	8,0	7,6	37,0
2009	78,6	2,4	11,9	8,6	55,8	36,7	19,6	8,8	8,3	41,9

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
2000	69,2	58,2	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	57,1	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	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,1	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,5	29,7	69,1	1,0
2006	68,3	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	14,6	23,5	27,8	65,4	0,5
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,8	23,3	28,4	68,6	0,8
2009	78,6	64,8	7,5	5,6	0,6	12,2	66,4	4,5	19,8	26,7	32,1	77,9	0,8

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
2006	88,1	67,6	24,9	97,8	39,6	63,7	106,5	64,6	6,5	63,7	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	65,0	25,0	95,7	36,2	63,8	103,5	58,3	6,7	61,9	45,5	59,5	63,6	23,4	29,3	35,2
2008	89,8	66,0	43,9	99,2	39,7	67,5	106,1	48,4	13,7	63,7	58,2	62,6	66,3	22,6	27,7	34,2
2009	96,7	73,2	64,0	115,1	53,2	77,6	115,8	56,2	14,5	69,1	60,9	66,5	76,8	35,9	35,7	44,0

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⁾
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,1
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,6	-0,7	0,8	3,6
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,6
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,2
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,5	-0,3	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,4	2,4	0,6	3,7

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	
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	0,0	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	0,2	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	0,4	0,6	0,2	0,0	0,2	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	0,8	0,8	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,3	0,8	1,0	0,4	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,2	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 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	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales	Ventas	Rentas de la propiedad	8	Impuestos sobre el capital	
			3	4	5	6	7		9	10
2003 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	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
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	42,0	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	49,3	48,7	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	45,7	45,3	12,8	13,5	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
III	43,6	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,7	49,1	14,4	14,1	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	1,8	1,5	0,4	0,3	40,9
III	43,1	42,8	11,7	12,5	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
IV	48,8	48,3	13,6	13,6	16,3	3,0	1,0	0,5	0,3	43,7
2009 I	42,1	41,9	10,4	12,5	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,6
II	44,5	43,9	11,6	12,5	15,5	2,0	1,4	0,6	0,5	40,2
III	42,4	42,0	10,7	12,3	15,5	2,0	0,8	0,3	0,3	38,8
IV	48,3	47,6	12,6	13,6	16,4	3,2	0,9	0,7	0,5	43,0

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes						Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Beneficios sociales		Inversión	Transf. de capital				
						7	8						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 IV	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,4	22,8	1,5	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	1,2	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	1,3	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	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
IV	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,3	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,4
III	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	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	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,3
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
III	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	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	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 I	44,3	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	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	1,1	3,2	2,3	0,9	1,1	4,3
III	44,6	41,2	9,6	4,8	2,9	23,9	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,8	-0,6	2,1
2008 I	44,6	41,4	9,8	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,5
II	45,2	41,9	10,1	5,0	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
III	45,5	41,9	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,4	0,7
IV	51,8	46,7	11,0	6,1	2,8	26,9	23,0	1,4	5,0	3,4	1,7	-2,9	-0,2
2009 I	48,4	44,9	10,5	5,3	2,9	26,2	22,4	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,3	-3,4
II	50,1	46,0	10,8	5,5	3,2	26,5	23,0	1,3	4,0	2,7	1,3	-5,6	-2,4
III	49,2	45,3	10,3	5,3	2,8	27,0	23,4	1,4	3,8	2,6	1,1	-6,8	-4,1
IV	54,7	49,3	11,4	6,4	2,5	29,1	24,7	1,6	5,4	3,4	1,9	-6,5	-3,9

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- 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 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2007 I	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
II	68,7	2,2	11,2	5,1	50,2
III	67,7	2,1	11,1	5,1	49,4
IV	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7
2008 I	67,0	2,1	11,2	5,0	48,7
II	67,3	2,1	11,2	4,9	49,0
III	67,4	2,1	11,1	5,5	48,6
IV	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4
2009 I	72,8	2,3	11,3	7,9	51,4
II	76,1	2,3	11,6	8,4	53,7
III	77,8	2,3	11,7	9,2	54,6
IV	78,6	2,4	11,9	8,6	55,8

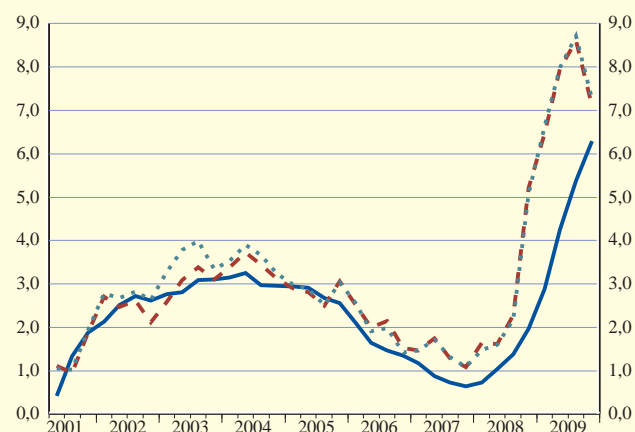
2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	Variaciones de la deuda 1	Deficit (-)/ superávit (+) 2	Ajuste entre déficit y deuda							Pro memoria: Necesidad de financiación 11	
			Total 3	Operaciones de las AAPP con los principales activos financieros				Efectos de valoración y otros cambios en el volumen 9	Otros 10		
				Total 4	Efectivo y depósitos 5	Préstamos 6	Valores 7				Acciones y otras participaciones 8
2007 I	4,5	-2,1	2,3	1,8	1,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	1,2	5,2
II	4,2	1,1	5,3	4,9	4,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-0,2	3,6
III	-0,6	-1,0	-1,5	-1,4	-2,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,2	-0,6
IV	-3,5	-0,6	-4,1	-2,9	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,2	-3,4
2008 I	6,6	-2,4	4,2	3,3	2,0	0,0	1,1	0,3	0,0	0,8	6,6
II	4,0	-0,1	3,8	3,9	1,8	0,3	1,3	0,4	0,0	-0,1	4,0
III	2,2	-2,4	-0,1	-0,9	-1,6	0,0	0,2	0,5	0,5	0,2	1,8
IV	8,0	-2,9	5,1	5,8	0,8	2,6	0,5	1,9	0,0	-0,8	8,0
2009 I	11,9	-6,3	5,7	6,5	5,1	-0,1	0,9	0,7	-1,2	0,4	13,2
II	9,9	-5,6	4,3	3,3	2,4	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,4	9,3
III	4,7	-6,8	-2,1	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,6	4,5
IV	2,2	-6,5	-4,3	-2,6	-2,6	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-1,4	2,4

C28 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

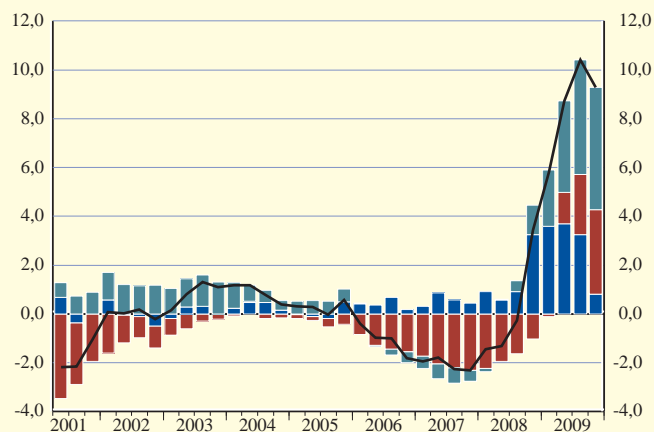
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



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



Fuentes: 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

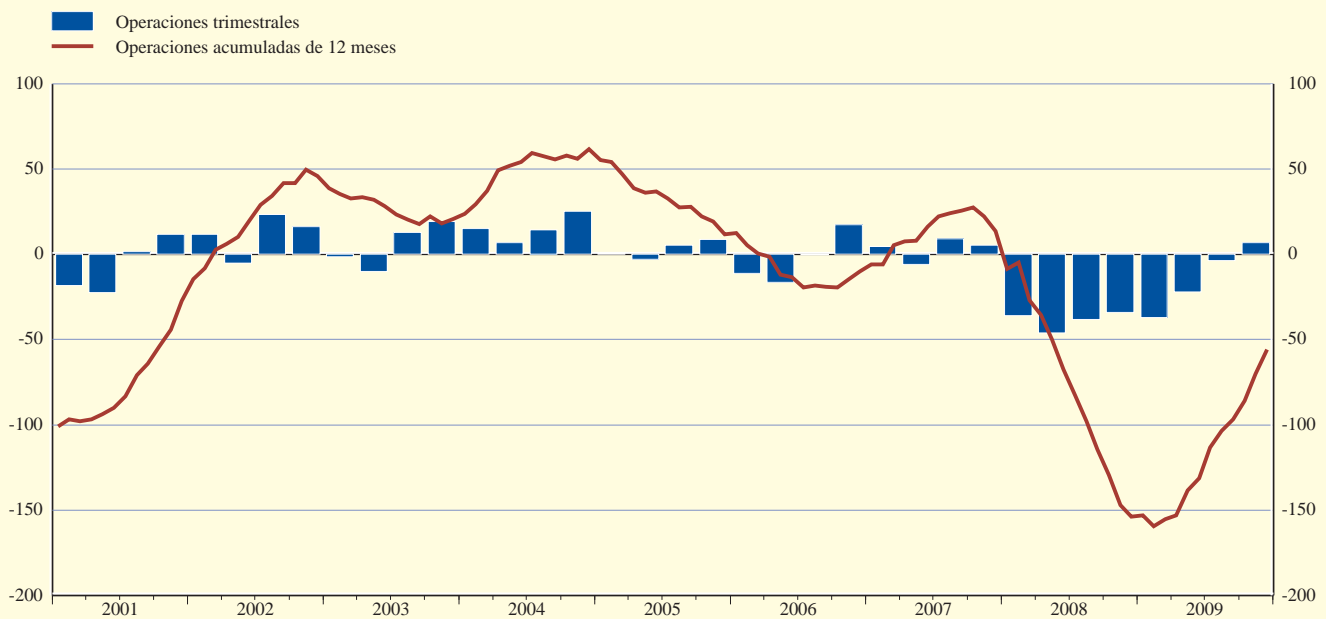
7.1 Resumen de la balanza de pagos ¹⁾

(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
2007	13,5	48,0	49,6	2,9	-87,0	5,0	18,5	-10,7	-73,7	151,5	-63,7	-19,6	-5,1	-7,8
2008	-153,8	-19,1	41,4	-76,6	-99,5	9,8	-144,0	163,2	-198,7	344,1	-62,5	83,7	-3,4	-19,2
2009	-55,8	39,5	31,4	-38,0	-88,7	8,0	-47,8	45,4	-95,7	317,9	39,9	-221,2	4,5	2,4
2008 IV	-34,0	-3,4	8,0	-12,3	-26,3	1,7	-32,3	39,6	-51,9	142,2	-12,2	-38,0	-0,5	-7,3
2009 I	-37,2	-7,6	1,8	-3,0	-28,4	1,5	-35,8	50,9	-64,6	105,8	15,8	-11,8	5,6	-15,1
II	-22,0	14,0	6,9	-25,5	-17,3	2,2	-19,8	10,9	0,3	70,8	22,9	-81,7	-1,4	8,9
III	-3,6	13,8	12,2	-6,7	-22,8	1,4	-2,2	-12,6	-23,7	78,2	-4,5	-62,9	0,3	14,8
IV	7,0	19,4	10,6	-2,8	-20,2	3,0	9,9	-3,8	-7,8	63,1	5,8	-64,8	-0,1	-6,2
2009 Feb	-5,7	0,1	0,8	-0,9	-5,8	0,5	-5,2	8,5	-15,6	64,7	1,5	-43,5	1,3	-3,2
Mar	-7,9	2,9	0,6	0,9	-12,3	0,7	-7,2	10,9	-27,6	53,3	5,6	-19,6	-0,9	-3,6
Abr	-9,8	4,1	2,0	-6,6	-9,3	1,6	-8,2	18,1	7,7	-5,3	13,0	1,5	1,2	-9,9
May	-13,7	2,6	3,0	-12,7	-6,7	0,2	-13,5	9,4	17,5	33,8	9,4	-49,1	-2,2	4,1
Jun	1,5	7,3	1,8	-6,2	-1,3	0,3	1,8	-16,6	-24,8	42,3	0,5	-34,2	-0,4	14,8
Jul	8,1	14,1	3,9	-3,0	-6,9	0,9	9,0	-19,4	7,2	-26,5	6,4	-2,9	-3,7	10,4
Ago	-6,1	-1,9	4,1	0,0	-8,3	0,5	-5,5	-10,8	1,7	25,7	-9,8	-29,2	0,8	16,3
Sep	-5,6	1,5	4,1	-3,7	-7,5	0,0	-5,6	17,6	-32,6	78,9	-1,1	-30,8	3,3	-11,9
Oct	-0,2	8,5	4,1	0,5	-13,3	0,2	0,0	1,5	-3,0	8,2	1,8	-4,8	-0,6	-1,5
Nov	-2,4	5,0	1,6	-2,8	-6,1	1,4	-1,0	2,8	-7,4	-6,2	-0,1	15,1	1,4	-1,8
Dic	9,5	5,9	4,9	-0,5	-0,7	1,4	10,9	-8,1	2,7	61,1	4,1	-75,0	-0,8	-2,8
2010 Ene	-14,7	-7,4	0,8	-1,1	-7,1	1,7	-13,0	14,5	-3,1	-0,7	5,1	11,7	1,5	-1,5
Feb	-5,2	5,3	1,7	1,2	-13,3	0,9	-4,3	7,2	0,2	10,7	-1,0	0,9	-3,6	-2,9
<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Feb	-46,4	48,0	32,7	-34,1	-93,0	9,9	-36,5	27,0	-61,6	275,3	33,8	-216,3	-4,2	9,5

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

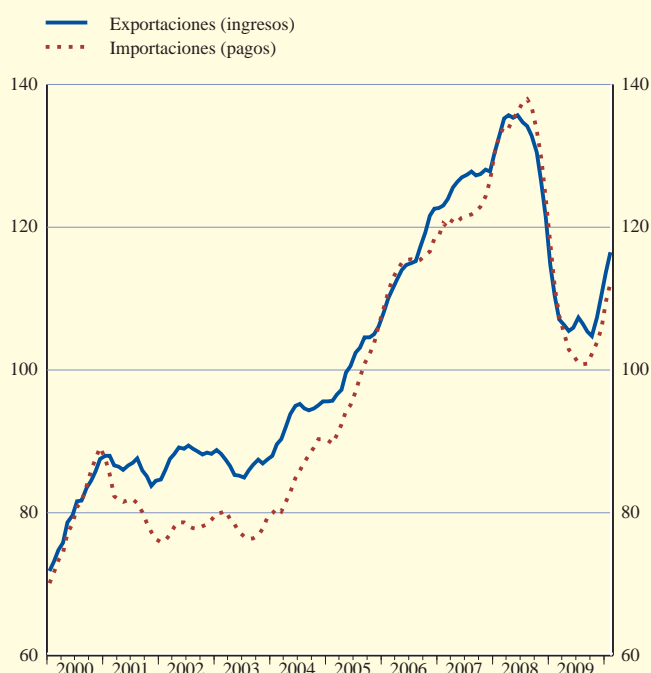
(mm de euros; operaciones)

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	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos			Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Remesas de trabajadores	12	Remesas de trabajadores	13	14	15
2007	2.702,7	2.689,2	13,5	1.518,0	1.470,1	494,9	445,3	598,7	595,8	91,0	6,4	178,1	20,7	25,7	20,7
2008	2.732,5	2.886,3	-153,8	1.580,4	1.599,5	517,6	476,2	546,1	622,6	88,5	6,7	188,0	21,4	24,2	14,5
2009	2.274,9	2.330,7	-55,8	1.290,1	1.250,5	471,1	439,7	421,0	459,0	92,8	6,1	181,5	21,6	18,9	10,9
2008 IV	668,9	702,9	-34,0	378,7	382,1	130,7	122,7	132,7	145,0	26,8	1,8	53,1	5,6	5,3	3,6
2009 I	557,1	594,4	-37,2	307,5	315,1	110,4	108,6	113,5	116,4	25,8	1,4	54,2	5,0	4,1	2,6
II	559,5	581,4	-22,0	312,5	298,5	114,8	107,9	111,2	136,7	21,0	1,6	38,3	5,4	4,9	2,8
III	556,0	559,6	-3,6	322,5	308,7	124,0	111,9	95,1	101,8	14,3	1,6	37,2	5,5	3,9	2,4
IV	602,3	595,3	7,0	347,6	328,2	121,8	111,3	101,2	104,0	31,7	1,5	51,8	5,7	6,0	3,0
2009 Dic	211,9	202,4	9,5	114,0	108,1	44,2	39,3	37,4	37,9	16,3	.	17,0	.	2,7	1,3
2010 Ene	174,3	189,0	-14,7	100,2	107,5	35,1	34,3	28,7	29,9	10,4	.	17,4	.	2,5	0,8
Feb	185,9	191,0	-5,2	111,7	106,4	34,3	32,6	30,4	29,2	9,5	.	22,8	.	1,6	0,7
	Datos desestacionalizados														
2008 IV	641,3	690,4	-49,1	364,4	372,2	128,0	120,0	128,1	149,5	20,8	.	48,7	.	.	.
2009 I	580,2	610,0	-29,8	321,3	323,0	121,1	113,7	117,1	127,6	20,7	.	45,7	.	.	.
II	566,2	578,8	-12,6	317,6	306,2	116,4	111,0	108,6	116,6	23,6	.	45,0	.	.	.
III	551,7	560,1	-8,4	316,2	302,6	115,2	107,1	98,6	108,1	21,8	.	42,3	.	.	.
IV	573,6	580,7	-7,1	331,6	317,6	118,5	108,2	97,0	106,8	26,5	.	48,1	.	.	.
2009 Sep	181,8	188,5	-6,7	104,1	102,6	38,3	35,9	31,9	35,9	7,5	.	14,1	.	.	.
Oct	188,0	191,8	-3,8	107,6	103,4	38,7	35,1	33,1	35,3	8,6	.	17,9	.	.	.
Nov	191,9	195,1	-3,2	110,4	105,6	39,0	37,1	31,9	36,0	10,6	.	16,4	.	.	.
Dic	193,7	193,8	-0,1	113,6	108,6	40,8	36,0	32,0	35,4	7,3	.	13,8	.	.	.
2010 Ene	199,5	201,1	-1,7	117,1	114,6	39,3	36,2	31,9	34,1	11,1	.	16,1	.	.	.
Feb	195,6	199,5	-3,9	118,9	113,4	38,9	35,6	32,8	34,2	5,0	.	16,3	.	.	.

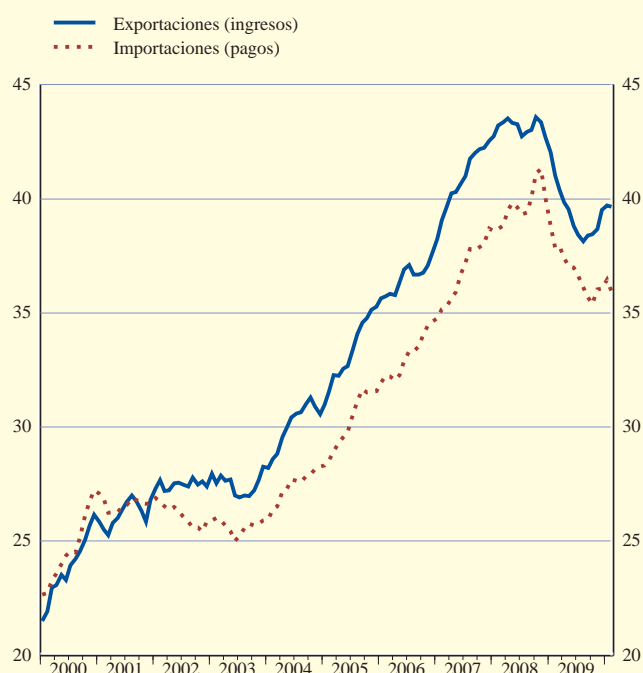
C31 Bienes

(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 distintos de acciones			Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
			1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2007	18,8	10,3	579,9	585,5	208,7	70,9	137,7	44,2	26,6	25,2	45,3	113,7	118,8	111,1	180,5	197,8
2008	18,9	10,4	527,1	612,2	154,4	17,9	147,0	50,0	29,9	24,8	43,0	119,0	125,2	125,3	174,5	196,1
2009	18,9	11,6	402,0	447,4	131,7	23,2	106,5	37,1	20,3	20,8	31,4	80,0	110,2	141,9	108,5	98,3
2008 IV	4,9	2,7	127,8	142,3	35,9	-1,5	36,5	10,1	8,4	6,0	8,4	19,9	31,6	32,7	43,5	47,1
2009 I	4,7	2,1	108,8	114,4	34,1	7,8	26,7	15,2	5,2	5,1	6,9	13,3	29,4	37,5	33,3	31,9
II	4,6	2,6	106,6	134,2	33,1	1,5	25,6	4,3	5,6	5,9	10,6	38,8	27,5	36,6	29,8	27,2
III	4,6	3,5	90,5	98,4	29,0	7,5	25,1	8,5	4,1	4,7	7,1	13,9	27,4	34,8	22,9	19,9
IV	5,0	3,5	96,2	100,5	35,5	6,3	29,1	9,1	5,4	5,0	6,8	14,1	25,9	33,0	22,5	19,3

3. Desagregación geográfica

(operaciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
I 2009 a IV 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Ingresos																
Cuenta corriente	2.274,9	803,1	45,9	65,9	393,5	234,0	63,7	34,4	30,6	87,0	29,3	46,7	70,3	167,3	306,4	699,8
Bienes	1.290,1	429,7	27,7	41,2	183,8	176,8	0,2	18,5	15,7	69,1	21,8	28,8	50,2	83,8	153,2	419,3
Servicios	471,1	157,2	11,1	12,1	101,9	26,6	5,5	7,4	6,5	13,0	5,9	10,6	12,8	48,4	70,4	138,9
Renta	421,0	148,5	6,5	11,3	96,1	27,1	7,5	8,1	7,6	4,8	1,5	7,1	7,0	28,1	77,6	130,7
Rentas de la inversión	402,0	141,8	6,4	11,1	94,5	26,5	3,3	8,1	7,5	4,7	1,5	7,1	6,9	20,9	75,7	127,8
Transferencias corrientes	92,8	67,8	0,7	1,3	11,8	3,4	50,6	0,4	0,8	0,2	0,1	0,2	0,3	6,9	5,1	10,9
Cuenta de capital	18,9	14,6	0,0	0,0	0,8	0,2	13,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	3,3
Pagos																
Cuenta corriente	2.330,7	749,6	40,6	67,3	336,3	207,7	97,6	-	24,6	-	-	85,9	-	157,0	324,9	-
Bienes	1.250,5	359,7	26,2	37,0	136,4	160,0	0,0	20,1	10,3	153,4	18,0	41,8	78,3	72,1	121,4	375,5
Servicios	439,7	133,8	7,1	10,4	84,4	31,6	0,2	5,7	5,6	9,7	4,4	7,6	7,5	40,3	94,3	130,7
Renta	459,0	145,9	6,4	18,8	103,0	11,7	6,0	-	7,0	-	-	36,1	-	38,6	102,2	-
Rentas de la inversión	447,4	138,5	6,3	18,7	101,4	6,0	6,0	-	6,9	-	-	36,0	-	38,1	101,4	-
Transferencias corrientes	181,5	110,1	0,8	1,1	12,5	4,4	91,4	1,4	1,7	2,9	0,7	0,4	0,5	5,9	6,9	50,9
Cuenta de capital	10,9	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,8	6,6
Neto																
Cuenta corriente	-55,8	53,6	5,3	-1,4	57,2	26,2	-33,9	-	6,0	-	-	-39,2	-	10,2	-18,5	-
Bienes	39,5	70,0	1,5	4,2	47,4	16,8	0,2	-1,5	5,4	-84,3	3,8	-13,0	-28,2	11,7	31,8	43,8
Servicios	31,4	23,3	3,9	1,7	17,5	-5,0	5,2	1,7	0,9	3,2	1,6	3,0	5,3	8,1	-23,9	8,2
Renta	-38,0	2,5	0,1	-7,5	-6,9	15,5	1,5	-	0,6	-	-	-29,0	-	-10,5	-24,6	-
Rentas de la inversión	-45,4	3,3	0,1	-7,6	-7,0	20,5	-2,7	-	0,6	-	-	-29,0	-	-17,2	-25,7	-
Transferencias corrientes	-88,7	-42,4	-0,2	0,2	-0,7	-1,0	-40,8	-1,1	-0,9	-2,6	-0,6	-0,1	-0,2	0,9	-1,8	-40,0
Cuenta de capital	8,0	12,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	12,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-3,3

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)														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,8	156,7	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.908,5	15.155,8	-1.247,3	154,5	168,3	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.382,9	5.468,6	347,2
2008	13.315,2	14.949,2	-1.634,0	143,8	161,4	-17,7	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.468,8	5.653,6	374,2
2009 II	13.309,9	14.845,3	-1.535,4	146,6	163,5	-16,9	4.012,1	3.302,8	3.898,5	6.304,5	-57,8	5.075,6	5.238,0	381,5
III	13.381,5	14.979,0	-1.597,5	148,5	166,3	-17,7	4.042,1	3.345,1	4.059,8	6.626,7	-60,1	4.908,9	5.007,2	430,8
IV	13.687,5	15.154,8	-1.467,3	152,4	168,8	-16,3	4.138,5	3.386,5	4.209,0	6.816,7	-48,3	4.926,0	4.951,6	462,4
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	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.524,2	1.756,0	-231,9	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	829,1	748,1	21,4
2008	-593,3	-206,6	-386,6	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	85,9	185,1	27,0
2009 III	71,6	133,7	-62,1	3,2	6,0	-2,8	30,0	42,3	161,2	322,2	-2,3	-166,7	-230,8	49,3
IV	306,0	175,8	130,2	13,1	7,5	5,6	96,4	41,4	149,2	190,0	11,8	17,1	-55,6	31,5
Operaciones														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.946,6	1.935,9	10,7	21,6	21,5	0,1	476,5	402,9	438,5	589,9	63,7	962,8	943,1	5,1
2008	464,8	628,0	-163,2	5,0	6,8	-1,8	323,8	125,1	-10,2	333,9	62,5	85,3	169,0	3,4
2009	-164,6	-119,3	-45,4	-1,8	-1,3	-0,5	314,4	218,6	74,2	392,1	-39,9	-508,8	-729,9	-4,5
2009 II	-20,4	-9,5	-10,9	-0,9	-0,4	-0,5	87,2	87,5	61,2	132,0	-22,9	-147,3	-229,0	1,4
III	20,8	8,1	12,6	0,9	0,4	0,6	62,0	38,2	45,6	123,7	4,5	-91,0	-153,8	-0,3
IV	55,9	52,2	3,8	2,4	2,2	0,2	62,8	55,0	38,0	101,1	-5,8	-39,1	-103,9	0,1
2009 Oct	89,4	90,9	-1,5	.	.	.	30,8	27,8	24,8	33,1	-1,8	34,9	30,0	0,6
Nov	44,0	46,8	-2,8	.	.	.	16,7	9,3	19,5	13,3	0,1	9,1	24,2	-1,4
Dic	-77,5	-85,6	8,1	.	.	.	15,3	17,9	-6,4	54,7	-4,1	-83,1	-158,2	0,8
2010 Ene	79,6	94,0	-14,5	.	.	.	5,8	2,6	30,9	30,2	-5,1	49,5	61,2	-1,5
Feb	41,4	48,6	-7,2	.	.	.	14,2	14,3	8,4	19,1	1,0	14,2	15,1	3,6
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	-422,5	-179,9	-242,5	-4,7	-2,0	-2,7	-57,1	-1,5	-179,0	16,6	-69,0	-133,6	-195,0	16,3
2008	-1.058,0	-834,6	-223,4	-11,4	-9,0	-2,4	-152,1	-38,8	-857,5	-811,8	-72,7	0,6	16,1	23,6
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	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-531,1	-291,5	-239,6	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-219,2	-106,0	.	-185,0	-179,6	-13,7
2008	-40,3	59,3	-99,6	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	1,8	42,0	.	-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	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	30,7	-16,9	47,6	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-33,0	12,4	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-20,9	191,6	-212,5	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-56,9	102,2	.	25,4	2,0	-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	14,3	-	.	.	.	15,1	14,7	10,0	9,8	.	21,2	20,0	1,6
2008	3,3	4,2	-	.	.	.	9,2	4,0	-0,5	5,3	.	1,6	3,2	1,0
2009 II	-3,2	-1,8	-	.	.	.	9,3	5,7	-5,6	3,3	.	-9,0	-11,2	-1,6
III	-4,0	-3,0	-	.	.	.	7,9	4,9	-3,0	4,4	.	-12,2	-14,9	-1,1
IV	-1,2	-0,8	-	.	.	.	8,3	6,8	1,9	6,4	.	-9,3	-12,8	-1,2

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)

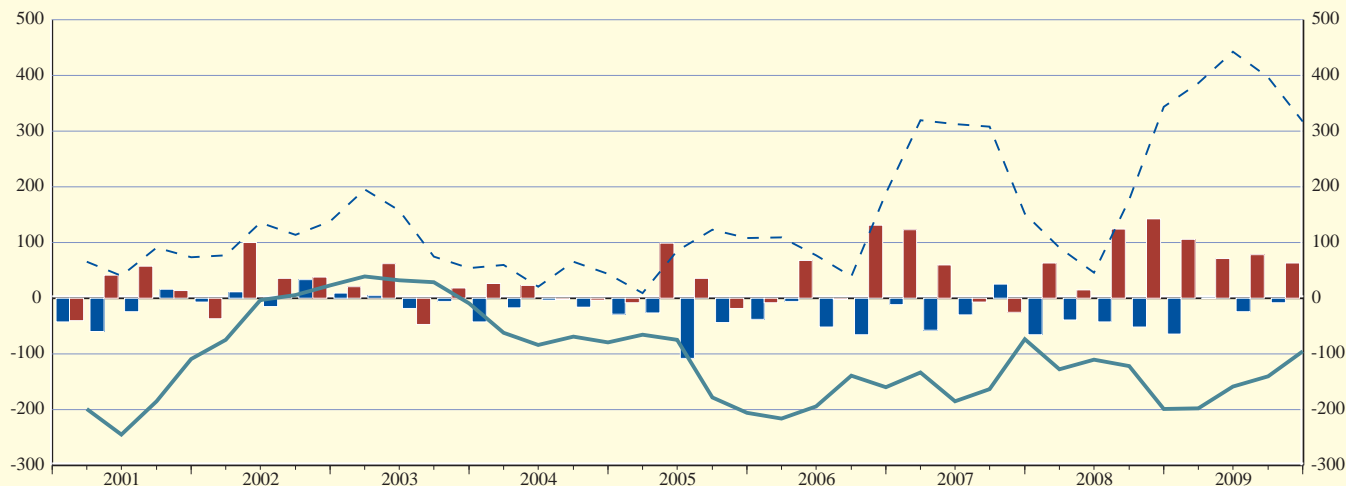
2. Inversiones directas

	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 III	4.042,1	3.158,3	259,6	2.898,7	883,8	10,4	873,4	3.345,1	2.517,5	74,7	2.442,8	827,6	15,2	812,4
IV	4.138,5	3.246,9	259,8	2.987,1	891,6	11,0	880,6	3.386,5	2.566,9	76,7	2.490,2	819,6	15,2	804,4
Operaciones														
2007	476,5	368,4	18,9	349,5	108,2	-0,1	108,3	402,9	305,4	5,4	300,1	97,4	1,4	96,0
2008	323,8	195,1	-4,8	199,9	128,7	-0,2	128,9	125,1	93,0	-1,3	94,3	32,1	1,6	30,4
2009	314,4	227,0	22,0	205,0	87,4	3,4	84,0	218,6	212,3	8,1	204,2	6,3	-0,6	6,9
2009 II	87,2	71,4	7,0	64,4	15,8	0,5	15,3	87,5	74,5	1,6	72,9	13,1	0,2	12,8
III	62,0	37,0	-1,6	38,7	24,9	0,3	24,6	38,2	35,4	2,4	33,0	2,8	-1,1	3,9
IV	62,8	64,4	-1,2	65,6	-1,6	1,7	-3,3	55,0	60,9	3,0	57,9	-5,9	0,1	-5,9
2009 Oct	30,8	29,1	-0,5	29,7	1,7	0,3	1,4	27,8	27,4	-1,0	28,5	0,4	0,0	0,4
Nov	16,7	19,7	0,8	18,9	-3,0	0,2	-3,2	9,3	8,1	-0,9	9,0	1,2	-0,2	1,4
Dic	15,3	15,6	-1,5	17,1	-0,3	1,2	-1,5	17,9	25,4	4,9	20,5	-7,4	0,3	-7,8
2010 Ene	5,8	7,0	0,2	6,8	-1,3	0,0	-1,3	2,6	4,6	0,4	4,2	-2,0	-2,2	0,3
Feb	14,2	7,2	3,9	3,3	6,9	0,2	6,7	14,3	5,7	0,1	5,6	8,6	4,7	3,9
Tasas de crecimiento														
2007	15,1	14,4	8,3	15,0	18,5	-55,0	18,7	14,7	14,6	8,8	14,7	15,3	6,3	15,4
2008	9,2	6,8	-2,0	7,6	18,9	-2,0	19,1	4,0	3,9	-1,8	4,1	4,5	9,9	4,4
2009 II	9,3	7,8	4,4	8,1	15,1	4,5	15,2	5,7	7,4	4,9	7,5	0,8	4,1	0,7
III	7,9	6,3	8,5	6,1	14,2	13,8	14,2	4,9	7,2	7,1	7,2	-1,9	-5,0	-1,8
IV	8,3	7,6	9,4	7,5	10,9	37,0	10,6	6,8	8,9	11,3	8,8	0,8	-3,7	0,9

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										
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario			Total	IFM		No IFM	
			Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Euro-sistema	AAPP		
																1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
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 III	4.059,8	1.368,1	75,3	3,1	1.292,8	32,0	2.277,7	926,8	16,8	1.351,0	37,9	413,9	341,9	45,0	72,1	1,5	
IV	4.209,0	1.482,0	78,2	3,1	1.403,9	34,4	2.344,9	924,3	17,2	1.420,6	37,0	382,0	324,4	44,9	57,7	2,0	
Operaciones																	
2007	438,5	64,7	26,7	0,0	38,0	8,2	290,5	148,0	4,9	142,4	3,3	83,3	63,3	26,3	20,0	0,8	
2008	-10,2	-103,9	-38,4	0,6	-65,6	-0,2	96,7	44,1	3,2	52,6	2,6	-3,0	26,8	15,1	-29,8	0,4	
2009	74,2	46,6	-2,9	-0,2	49,5	1,6	29,3	-103,3	-3,5	132,6	17,2	-1,8	5,4	-12,7	-7,2	1,0	
2009 II	61,2	9,5	-0,2	0,0	9,7	0,6	32,1	-33,6	0,1	65,7	21,1	19,6	12,2	-1,8	7,4	-0,2	
III	45,6	39,6	3,7	0,0	35,9	0,2	27,4	-7,0	-0,8	34,4	-1,4	-21,4	-10,1	-11,8	-11,2	-0,1	
IV	38,0	35,8	-0,6	-0,2	36,3	0,4	25,1	-14,0	-0,5	39,1	-1,5	-22,9	-17,9	1,3	-5,0	0,8	
2009 Oct	24,8	14,2	0,7	0,0	13,5	.	5,2	-8,0	-0,5	13,1	.	5,4	5,9	4,0	-0,5	.	
Nov	19,5	12,7	-2,2	-0,2	14,9	.	19,3	-0,4	-0,2	19,8	.	-12,5	-12,4	3,0	-0,1	.	
Dic	-6,4	8,9	1,0	0,1	7,9	.	0,6	-5,6	0,3	6,2	.	-15,9	-11,4	-5,7	-4,4	.	
2010 Ene	30,9	-2,9	-0,5	0,0	-2,4	.	14,5	0,4	0,3	14,1	.	19,3	9,8	4,8	9,5	.	
Feb	8,4	3,6	1,3	0,0	2,3	.	5,3	-0,4	0,0	5,7	.	-0,4	-1,6	-0,3	1,2	.	
Tasas de crecimiento																	
2007	10,0	3,3	22,3	-0,5	2,0	21,3	13,9	16,6	38,9	11,9	23,2	23,9	23,7	272,7	29,4	277,4	
2008	-0,5	-6,2	-30,0	24,6	-4,5	-0,5	4,3	4,6	20,4	4,1	15,6	-0,6	9,1	41,9	-32,3	71,6	
2009 II	-5,6	-8,6	-15,6	14,9	-8,1	1,1	-3,0	-10,2	-12,9	2,9	114,2	-10,5	-7,2	-18,6	-24,0	49,7	
III	-3,0	-3,0	-8,6	12,4	-2,6	0,5	-2,5	-10,6	-20,1	4,0	96,8	-6,7	-0,2	-30,8	-31,4	69,4	
IV	1,9	3,4	-4,5	-7,2	3,9	5,8	1,2	-10,4	-17,7	10,8	93,2	-1,1	0,9	-22,0	-9,8	73,2	

4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario		Total	IFM	No IFM	AAPP	
					Total	IFM	No IFM	Total	IFM					No IFM
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 III	6.626,7	2.577,5	717,6	1.859,9	3.502,3	1.170,8	2.331,5	1.454,7	546,8	70,4	476,4	420,2		
IV	6.816,7	2.719,4	710,9	2.008,5	3.527,3	1.186,7	2.340,6	1.444,7	570,1	99,4	470,7	414,2		
Operaciones														
2008	333,9	-107,1	94,8	-201,9	236,3	26,3	210,0	196,7	204,7	-20,1	224,8	194,6		
2009	392,1	139,8	6,4	133,4	134,2	-12,4	146,5	137,0	118,1	-2,5	120,6	148,0		
2009 II	132,0	48,3	1,9	46,3	37,4	-1,0	38,4	57,3	46,3	-5,5	51,8	46,6		
III	123,7	89,5	11,7	77,7	-19,2	-9,1	-10,1	-8,7	53,5	10,0	43,5	59,2		
IV	101,1	50,4	-7,1	57,5	42,4	9,3	33,2	20,4	8,3	14,5	-6,2	-4,0		
2009 Oct	33,1	-15,6	-2,9	-12,7	30,9	10,9	19,9	.	17,8	-5,8	23,6	.		
Nov	13,3	8,8	-3,6	12,4	4,8	-4,3	9,1	.	-0,2	-1,6	1,4	.		
Dic	54,7	57,2	-0,7	57,8	6,8	2,7	4,1	.	-9,3	21,9	-31,2	.		
2010 Ene	30,2	18,3	-0,3	18,6	2,1	25,6	-23,6	.	9,8	-4,3	14,1	.		
Feb	19,1	4,9	0,0	4,9	10,6	-12,2	22,8	.	3,7	7,7	-4,0	.		
Tasas de crecimiento														
2007	9,8	5,5	4,4	5,8	13,3	15,5	12,1	13,9	29,6	55,3	10,1	32,0		
2008	5,3	-4,7	16,2	-9,8	7,8	2,3	11,1	17,6	81,5	-13,3	215,6	271,7		
2009 II	3,3	-6,4	0,1	-8,4	3,7	-5,0	8,9	17,5	91,1	-34,6	237,1	299,6		
III	4,4	-0,1	4,6	-1,3	1,7	-5,6	6,0	11,6	59,5	-23,2	111,6	168,4		
IV	6,4	6,0	1,0	8,2	3,9	-1,0	6,6	10,1	26,6	3,2	35,7	54,9		

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; 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	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	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	5.382,9	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.883,7	196,2	1.520,0	473,1
2008	5.468,8	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.058,3	186,1	1.647,7	461,7
2009 III	4.908,9	22,8	22,5	0,3	2.823,8	2.790,5	33,3	114,8	11,8	54,0	8,9	1.947,5	191,7	1.524,6	407,1
IV	4.926,0	29,7	29,4	0,3	2.842,1	2.811,5	30,6	122,0	11,8	60,5	10,0	1.932,2	190,1	1.492,2	381,2
Operaciones															
2007	962,8	22,0	22,0	0,0	546,7	539,5	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	401,9	14,1	344,9	54,9
2008	85,3	-9,4	-9,4	0,0	-48,4	-64,8	16,5	-7,0	-1,1	-7,2	-6,0	150,0	2,8	88,3	-41,1
2009	-508,8	-2,4	-2,4	0,0	-414,5	-394,0	-20,5	9,5	-0,3	7,9	1,1	-101,5	1,9	-105,7	-42,8
2009 II	-147,3	7,0	7,0	0,0	-89,8	-75,9	-13,9	-3,5	0,0	-4,3	-4,9	-60,9	5,4	-70,4	-17,8
III	-91,0	-6,7	-6,7	0,0	-83,6	-81,3	-2,3	0,0	-0,3	0,1	-4,0	-0,6	0,4	2,1	14,7
IV	-39,1	5,5	5,5	0,0	-4,4	-2,3	-2,1	6,6	0,0	6,2	1,1	-46,8	-0,6	-47,5	-41,7
2009 Oct	34,9	1,5	.	.	14,2	.	.	-0,4	.	.	-0,5	19,6	.	.	-6,6
Nov	9,1	-0,1	.	.	17,1	.	.	3,6	.	.	1,5	-11,4	.	.	-13,6
Dic	-83,1	4,1	.	.	-35,6	.	.	3,4	.	.	0,1	-54,9	.	.	-21,6
2010 Ene	49,5	-5,1	.	.	67,7	.	.	-4,1	.	.	-2,9	-9,0	.	.	-5,5
Feb	14,2	-1,7	.	.	9,0	.	.	-1,1	.	.	0,8	8,0	.	.	3,7
Tasas de crecimiento															
2007	21,2	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,3	-6,5	-9,8	-12,6	-28,6	27,2	7,5	29,6	13,9
2008	1,6	-26,2	-26,9	5,0	-1,4	-2,0	23,4	-6,5	-8,9	-14,7	-43,8	8,0	1,4	5,9	-8,9
2009 II	-9,0	-28,7	-30,3	5,6	-14,0	-14,1	-17,1	-4,3	-3,3	-12,1	-31,2	-0,1	-4,6	-1,1	-3,3
III	-12,2	-42,5	-43,9	4,1	-18,3	-18,4	-23,1	3,5	-4,7	7,8	-13,4	-1,6	-3,8	-1,6	0,6
IV	-9,3	-10,6	-11,7	0,2	-12,6	-12,2	-36,8	8,9	-2,4	16,2	16,1	-5,0	1,0	-6,6	-10,3

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 III	5.007,2	264,3	263,8	0,6	3.450,3	3.413,6	36,8	59,5	0,0	56,2	3,3	1.233,1	179,4	943,5	110,2
IV	4.951,6	249,6	249,3	0,3	3.394,6	3.356,3	38,3	57,2	0,0	53,6	3,6	1.250,3	181,1	952,3	116,8
Operaciones															
2007	943,1	89,6	89,6	0,0	625,1	620,4	4,6	-1,0	0,0	-2,0	1,0	229,5	10,0	220,5	-1,1
2008	169,0	280,7	280,6	0,1	-178,9	-190,0	11,1	9,4	0,0	10,8	-1,4	57,8	10,9	47,3	-0,4
2009	-729,9	-231,7	-236,5	4,7	-354,3	-343,0	-11,3	-6,9	0,0	-6,7	-0,2	-137,1	0,9	-113,4	-24,5
2009 II	-229,0	-89,3	-91,1	1,8	-81,4	-70,0	-11,4	-2,4	0,0	-3,1	0,7	-56,0	3,9	-59,1	-0,8
III	-153,8	-43,5	-43,7	0,3	-79,5	-80,1	0,6	0,7	0,0	1,2	-0,5	-31,5	1,0	-20,8	-11,7
IV	-103,9	-16,8	-16,5	-0,2	-81,1	-81,9	0,8	-3,9	0,0	-4,4	0,6	-2,1	1,0	4,3	-7,4
2009 Oct	30,0	-8,3	.	.	6,8	.	.	5,9	.	.	.	25,6	.	.	.
Nov	24,2	-1,3	.	.	16,6	.	.	0,9	.	.	.	8,0	.	.	.
Dic	-158,2	-7,2	.	.	-104,5	.	.	-10,8	.	.	.	-35,7	.	.	.
2010 Ene	61,2	-7,5	.	.	70,5	.	.	-0,1	.	.	.	-1,7	.	.	.
Feb	15,1	2,8	.	.	32,6	.	.	4,2	.	.	.	-24,6	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,0	68,1	68,2	-6,9	18,0	18,2	9,2	-1,8	27,4	-4,0	20,7	20,9	6,8	26,4	0,5
2008	3,2	141,3	141,4	20,8	-4,5	-4,9	17,8	18,1	-20,1	23,0	-25,1	4,5	6,8	4,6	-0,9
2009 II	-11,2	19,1	17,3	1,145,2	-14,9	-15,1	-9,4	15,2	41,1	16,2	1,2	-6,4	-3,5	-7,5	-1,8
III	-14,9	-27,7	-29,0	935,0	-16,3	-16,4	-13,9	11,8	234,7	13,2	-9,0	-8,0	-3,1	-8,8	-8,7
IV	-12,8	-47,9	-48,8	644,2	-9,4	-9,2	-20,3	-11,0	-148,2	-11,4	-6,3	-9,9	0,2	-10,5	-19,7

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		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Divisas convertibles								Otros activos	Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	Asignación de DEG
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Total	Efectivo y depósitos		Valores				Derivados financieros				
							En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Total	Acc. y particip.	Bonos y obligaciones	Instrumentos del mercado monetario					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																	
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	5,6
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,190	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	5,5
2009 II	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	77,6	-65,6	5,4
III	430,8	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
IV	462,4	266,0	347,163	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,5	51,2
2010 Feb	492,6	283,5	347,161	52,7	11,8	144,5	7,3	15,9	121,6	-	-	-	-0,4	0,0	28,9	-21,8	53,3
Mar	498,6	287,3	347,159	52,6	11,7	147,0	10,6	10,6	126,1	-	-	-	-0,3	0,0	28,7	-23,5	53,0
Operaciones																	
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-
2009	-4,5	-2,0	-	0,8	2,7	-5,9	3,7	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2009 II	1,4	-1,0	-	-0,5	3,3	-0,4	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-	-
III	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
IV	0,1	0,0	-	1,0	-2,0	1,2	-0,5	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-
Tasas 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	1,0	-1,3	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 II	-1,6	-1,6	-	-6,6	174,2	-6,4	106,0	-80,6	2,1	2,6	-0,1	15,5	-	-	-	-	-
III	-1,1	-1,3	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,1	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
IV	-1,2	-0,9	-	-2,0	35,2	-4,0	47,5	-22,6	-7,3	1,0	-12,8	25,6	-	-	-	-	-

8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)				
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores
Saldos vivos (posición de inversión internacional)											
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5
2007	9.972,8	5.130,6	243,0	3.041,1	157,0	181,0	1.220,2	1.246,8	201,7	5.220,1	2.084,0
2008	10.941,3	5.307,6	443,3	3.466,5	170,2	175,8	1.377,8	1.692,0	482,3	5.124,4	2.264,7
2009 II	10.625,9	4.890,6	493,7	3.503,7	183,1	164,4	1.390,4	1.856,1	313,4	4.853,8	2.212,2
III	10.461,0	4.677,0	546,8	3.502,3	179,4	150,8	1.404,6	1.934,4	264,3	4.691,5	2.166,1
IV	10.457,9	4.611,5	570,1	3.527,3	181,1	159,0	1.408,9	1.916,1	249,6	4.680,6	2.202,6
Saldos vivos en % del PIB											
2006	101,5	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2
2007	110,7	57,0	2,7	33,8	1,7	2,0	13,5	13,8	2,2	58,0	23,1
2008	118,2	57,4	4,8	37,5	1,8	1,9	14,9	18,3	5,2	55,4	24,5
2009 II	116,9	53,8	5,4	38,5	2,0	1,8	15,3	20,4	3,4	53,4	24,3
III	116,0	51,9	6,1	38,8	2,0	1,7	15,6	21,5	2,9	52,0	24,0
IV	116,5	51,4	6,4	39,3	2,0	1,8	15,7	21,3	2,8	52,2	24,5

Fuente: BCE.

7.3 Cuenta financiera

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

9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	-184,8	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	-0,4	1,8	354,8
Activos	5.468,8	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	638,2	58,7	1.054,0
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	2.058,3	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	269,2	0,5	516,2
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	699,2
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
I 2009 a IV 2009	Operaciones acumuladas														
Inversiones directas	95,7	46,9	0,6	-2,2	37,0	11,5	0,0	-6,0	4,7	-1,9	3,9	-0,8	37,6	-0,2	11,6
En el exterior	314,4	90,7	2,2	10,8	70,4	7,2	0,0	5,5	4,9	-0,4	33,0	66,9	66,9	0,0	46,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	227,0	62,7	1,1	8,9	45,4	7,2	0,0	4,8	3,1	0,6	17,4	56,4	51,6	0,0	30,4
Otro capital	87,4	28,0	1,1	1,9	25,0	0,0	0,0	0,6	1,8	-1,0	15,5	10,6	15,3	0,0	16,6
En la zona del euro	218,6	43,8	1,7	13,0	33,4	-4,3	0,0	11,4	0,2	1,6	29,1	67,7	29,3	0,2	35,4
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	212,3	59,0	0,7	16,7	45,7	-4,1	0,0	12,3	0,3	2,3	15,7	81,4	21,5	0,2	19,6
Otro capital	6,3	-15,3	0,9	-3,8	-12,3	-0,1	0,0	-0,8	-0,1	-0,7	13,4	-13,7	7,9	0,0	15,7
Inversiones de cartera: Activos	74,2	56,4	14,4	19,9	-5,3	3,8	23,6	1,1	7,8	-28,2	4,9	14,0	-58,5	0,3	76,5
Acc. y participaciones	46,6	16,4	0,9	3,2	10,8	1,3	0,1	3,0	8,8	1,9	4,0	11,2	-30,9	0,0	32,2
Valores distintos de acciones	27,6	40,0	13,5	16,7	-16,1	2,4	23,4	-1,9	-1,0	-30,2	0,8	2,8	-27,6	0,2	44,3
Bonos y obligaciones	29,3	40,8	12,4	18,4	-11,4	1,5	19,9	-1,6	-0,7	-25,5	-1,3	-9,3	-20,8	-0,2	47,9
Instrum. mercado monetario	-1,8	-0,8	1,1	-1,7	-4,7	0,9	3,5	-0,3	-0,3	-4,7	2,1	12,1	-6,8	0,4	-3,6
Otras inversiones	221,2	-11,0	-6,3	-4,1	4,5	-10,8	5,8	4,0	1,0	29,8	25,5	200,5	21,1	11,3	-61,0
Activos	-508,8	-160,6	3,6	0,3	-159,7	-7,4	2,6	-0,5	-1,7	-14,2	-72,7	-144,5	-29,0	-0,3	-85,2
AAPP	9,5	7,4	-0,5	4,7	2,3	0,0	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	1,2	1,2
IFM	-416,8	-193,6	5,6	-4,4	-186,1	-8,3	-0,3	-1,6	-4,0	-10,8	-49,9	-66,9	-15,2	-1,5	-73,1
Otros sectores	-101,5	25,6	-1,5	0,0	24,1	1,0	2,1	1,1	2,4	-3,3	-22,8	-77,7	-13,5	0,0	-13,3
Pasivos	-729,9	-149,6	9,9	4,4	-164,2	3,5	-3,2	-4,5	-2,7	-44,0	-98,2	-345,0	-50,0	-11,6	-24,3
AAPP	-6,9	-4,3	0,0	0,0	0,6	0,0	-5,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	-2,0	0,3
IFM	-586,0	-127,7	11,4	4,8	-142,3	2,7	-4,2	-3,8	-3,1	-45,0	-98,6	-234,1	-55,0	-9,5	-9,3
Otros sectores	-137,1	-17,6	-1,5	-0,4	-22,5	0,8	6,0	-0,8	0,3	1,2	0,7	-110,5	5,0	-0,1	-15,3

Fuente: BCE.

7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos ¹⁾

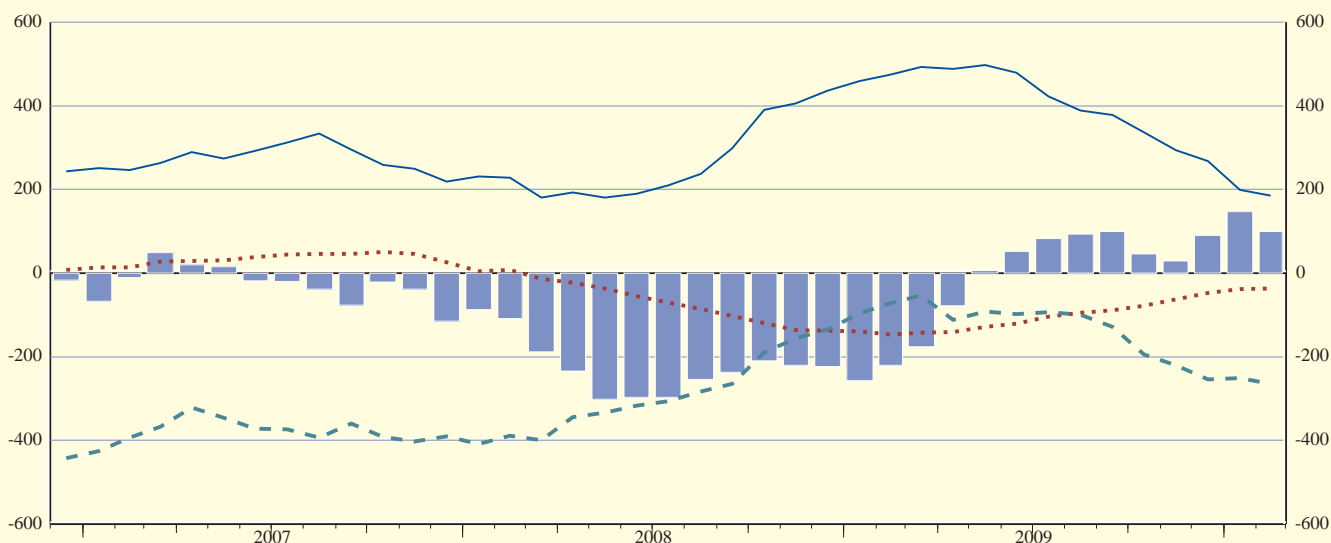
(mm de euros; operaciones)

	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					
	1	2	Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos	9	10	11	12
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones						
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
2007	-114,3	25,6	-459,4	395,0	-38,8	-162,6	144,5	218,4	-394,3	228,5	-64,0	-7,4		
2008	-224,1	-137,0	-329,3	124,5	65,5	-22,4	-202,2	435,4	-143,8	67,7	-62,4	-20,2		
2009	90,4	-47,8	-289,0	211,1	-49,5	-125,4	133,4	267,1	92,0	-143,9	39,9	2,4		
2008 IV	56,8	-30,6	-48,4	-7,4	50,7	72,4	-112,6	137,0	-21,7	36,3	-12,1	-6,8		
2009 I	-38,4	-35,8	-83,6	36,5	32,5	4,9	-48,1	116,5	-13,3	-48,8	15,8	-15,1		
II	77,9	-19,8	-79,7	85,7	-9,7	-73,1	46,3	90,2	64,5	-58,3	22,9	8,9		
III	3,5	-2,2	-63,3	36,9	-35,9	-23,2	77,7	33,4	0,7	-30,9	-4,5	14,8		
IV	47,4	9,9	-62,3	52,0	-36,3	-34,1	57,5	27,0	40,2	-6,0	5,8	-6,2		
2009 Feb	25,8	-5,2	-24,2	11,6	18,4	0,9	3,6	32,3	6,1	-15,9	1,5	-3,2		
Mar	3,6	-7,2	-37,5	15,3	11,8	10,0	-12,0	25,6	-13,9	9,5	5,6	-3,6		
Abr	18,1	-8,2	-58,8	72,8	5,3	-45,9	-26,0	42,3	-7,5	41,0	13,0	-9,9		
May	6,3	-13,5	-5,3	20,6	-1,9	-33,9	26,5	29,9	83,7	-113,4	9,4	4,1		
Jun	53,6	1,8	-15,7	-7,6	-13,1	6,7	45,8	18,0	-11,8	14,1	0,5	14,8		
Jul	0,6	9,0	-10,8	18,9	-16,5	-21,2	35,3	-33,5	2,2	0,3	6,4	10,4		
Ago	20,4	-5,5	-13,9	17,1	-12,1	-22,1	48,3	5,1	9,4	-12,2	-9,8	16,3		
Sep	-17,5	-5,6	-38,6	0,9	-7,3	20,1	-5,9	61,8	-10,9	-18,9	-1,1	-11,9		
Oct	15,0	0,0	-31,0	28,9	-13,5	-12,7	-12,7	43,5	-19,2	31,5	1,8	-1,5		
Nov	-3,1	-1,0	-15,7	10,4	-14,9	-19,7	12,4	10,5	7,8	8,9	-0,1	-1,8		
Dic	35,5	10,9	-15,6	12,7	-7,9	-1,8	57,8	-27,1	51,6	-46,4	4,1	-2,8		
2010 Ene	-11,1	-13,0	-5,5	4,5	2,4	-23,5	18,6	-9,4	13,1	-1,8	5,1	-1,5		
Feb	-21,4	-4,3	-10,0	9,5	-2,3	-6,9	4,9	18,8	-6,9	-20,4	-1,0	-2,9		
	<i>operaciones acumuladas de 12 meses</i>													
2010 Feb	99,9	-36,5	-258,4	203,9	-70,0	-150,8	193,0	185,5	97,6	-107,8	33,8	9,5		

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.)					
	Expортаciones 1	Importaciones 2	Total			Pro memoria: Manufacturas 7	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios 4	Bienes de equipo 5	Bienes de consumo 6		Bienes intermedios 9	Bienes de equipo 10	Bienes de consumo 11	Manufacturas 12	Petróleo 13		
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	3,9	8,1	1.561,5	771,1	337,8	414,1	1.303,8	1.610,3	1.019,2	233,0	333,9	1.021,5	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.275,6	624,9	261,5	352,8	1.061,1	1.257,4	725,2	191,5	312,9	837,6	174,5
2009 I	-21,1	-20,9	316,2	152,0	66,0	86,7	261,5	320,4	183,4	49,6	79,3	214,9	36,0
II	-22,9	-26,9	311,0	153,6	63,8	85,5	258,6	305,6	173,8	47,3	77,5	205,4	41,7
III	-19,5	-25,7	319,1	157,0	64,7	88,5	266,1	312,6	179,8	47,4	78,5	207,3	47,6
IV	-8,5	-14,5	329,3	162,3	67,1	92,1	275,0	318,8	188,2	47,2	77,5	209,9	49,2
2009 Sep	-19,4	-22,6	107,2	53,2	21,8	29,3	89,6	106,4	61,4	16,2	26,6	70,5	16,0
Oct	-17,1	-22,3	108,0	53,7	22,4	29,6	91,2	104,5	61,4	15,1	25,6	69,3	15,9
Nov	-6,0	-13,8	109,4	53,6	21,3	31,8	90,2	105,8	63,0	15,8	25,6	69,5	16,7
Dic	-0,7	-5,4	111,9	55,0	23,4	30,7	93,5	108,6	63,8	16,3	26,3	71,2	16,6
2010 Ene	4,3	0,9	111,7	55,8	20,2	31,1	91,6	109,8	65,7	16,1	26,4	73,0	17,0
Feb	9,6	5,7	114,7	.	.	.	93,3	111,4	.	.	.	72,3	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,5	0,4	144,0	136,9	154,2	148,7	142,8	127,5	119,9	140,9	144,9	133,4	108,1
2009	-16,7	-13,9	119,6	114,6	117,6	128,2	116,0	110,0	101,2	114,7	134,9	110,6	97,1
2009 I	-21,0	-14,9	117,8	110,3	118,2	126,0	113,1	111,6	103,5	115,9	133,2	110,4	100,1
II	-21,7	-18,9	117,2	113,6	115,2	124,4	113,5	107,4	97,9	111,3	134,1	108,1	97,7
III	-17,5	-14,6	119,5	115,3	116,1	128,0	116,4	109,3	99,7	115,2	135,3	110,3	95,2
IV	-6,1	-7,1	123,8	119,3	121,2	134,3	120,9	111,9	103,5	116,4	137,1	113,7	95,4
2009 Sep	-17,3	-11,9	120,4	116,5	117,1	128,1	117,7	111,4	101,4	118,1	138,2	113,0	93,7
Oct	-14,5	-12,3	122,2	119,3	121,7	129,2	120,8	111,7	103,6	112,4	136,6	113,1	96,4
Nov	-3,1	-6,3	123,7	117,6	116,1	140,7	119,3	111,1	103,2	117,4	136,0	113,1	95,3
Dic	1,1	-1,9	125,5	120,9	125,7	133,0	122,8	113,0	103,8	119,5	138,7	114,9	94,6
2010 Ene	3,5	-2,2	124,3	120,6	109,6	134,2	119,8	111,3	104,0	115,9	135,3	115,3	94,1
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 memoria: Ind. manufacturera	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro memoria: Ind. manufacturera		
		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
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	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,5	-26,5	-2,5	102,2	-9,4	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 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
IV	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,8	-1,9	103,4	-3,3	-4,9	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2010 I	102,6	1,3	-0,3	-0,1	0,6	37,3	1,4	107,5	6,0	2,5	-1,0	-1,0	26,4	1,5
2009 Oct	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,7	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,2	-3,1	-16,7	-4,9
Nov	100,7	-2,2	-5,4	-1,6	-0,7	10,6	-2,0	103,4	-3,5	-5,5	-2,4	-3,6	-2,3	-3,6
Dic	100,6	-0,2	-3,7	-0,6	0,3	33,1	-0,1	103,9	1,9	-2,0	-1,7	-2,0	15,1	-1,0
2010 Ene	101,7	0,4	-1,7	-0,7	0,4	32,2	0,5	106,1	4,6	0,5	-1,3	-1,4	22,9	0,4
Feb	102,5	1,2	-0,5	-0,1	0,4	36,5	1,3	107,3	5,5	1,9	-1,1	-1,2	25,3	1,1
Mar	103,4	2,5	1,5	0,4	1,1	43,2	2,5	109,0	7,7	5,0	-0,7	-0,4	30,9	2,9

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	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Exportaciones (f.o.b.)															
2008	1.561,5	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,8	186,5	309,4	65,7	33,7	100,1	68,2	146,2
2009	1.275,6	27,5	41,1	174,6	177,1	49,5	78,7	34,4	151,8	282,3	68,0	28,7	91,6	53,9	113,2
2008 III	397,6	9,0	14,0	56,1	60,2	20,9	21,8	10,8	46,8	77,3	16,1	8,2	26,6	17,6	36,3
2008 IV	361,6	8,0	11,5	48,6	52,3	17,8	21,1	8,4	44,1	73,9	15,8	8,1	24,9	17,4	33,6
2009 I	316,2	7,3	9,9	42,6	43,6	12,7	20,2	7,7	39,3	66,5	15,3	7,1	23,4	12,9	30,1
2009 II	311,0	6,7	9,8	42,7	43,0	12,2	19,2	8,3	38,2	69,9	16,8	7,1	22,6	12,4	26,1
2009 III	319,1	6,8	10,5	44,5	44,8	12,1	19,3	9,1	36,3	71,0	17,4	7,2	22,5	14,0	28,0
2009 IV	329,3	6,7	10,8	44,7	45,6	12,5	20,0	9,3	38,0	74,9	18,6	7,4	23,2	14,6	29,1
2009 Sep	107,2	2,3	3,6	15,2	15,2	4,0	6,4	3,0	12,1	23,6	5,9	2,4	7,5	4,7	9,5
2009 Oct	108,0	2,2	3,6	15,1	15,3	4,1	6,4	3,0	12,4	24,5	6,1	2,4	7,6	4,7	9,0
2009 Nov	109,4	2,2	3,5	14,4	15,0	4,2	6,9	3,1	12,7	24,5	6,3	2,4	7,7	4,9	10,3
2009 Dic	111,9	2,2	3,6	15,3	15,3	4,2	6,7	3,2	12,8	25,9	6,2	2,6	7,9	5,0	9,8
2010 Ene	111,7	2,2	3,7	15,2	15,2	4,1	7,0	3,4	12,7	25,4	6,9	2,6	7,8	4,8	10,1
2010 Feb	114,7	.	.	.	.	4,2	6,8	3,5	12,8	26,4	7,3	2,6	8,1	5,5	.
<i>en porcentaje del total de exportaciones</i>															
2009	100,0	2,2	3,2	13,7	13,9	3,9	6,2	2,7	11,9	22,1	5,3	2,3	7,2	4,2	8,9
Importaciones (c.i.f.)															
2008	1.610,3	30,7	52,1	164,7	184,9	122,0	70,0	32,4	135,9	480,0	184,5	57,4	141,2	81,7	114,8
2009	1.257,4	26,5	37,7	125,5	162,1	81,4	64,9	26,2	115,9	376,2	158,6	42,9	93,6	59,2	88,2
2008 III	419,0	7,9	13,2	41,9	47,8	34,3	17,9	8,2	34,1	124,6	48,4	14,3	38,2	21,2	29,7
2008 IV	372,5	7,3	11,4	36,5	42,9	24,8	17,4	7,1	33,2	113,7	47,3	13,2	30,8	20,1	27,2
2009 I	320,4	6,9	9,5	31,4	38,9	17,8	16,7	6,6	31,9	97,0	41,4	11,5	23,8	14,7	25,3
2009 II	305,6	6,5	8,9	30,6	39,4	18,1	16,1	6,3	30,3	92,2	39,4	10,2	23,0	14,2	20,0
2009 III	312,6	6,8	9,7	31,6	41,1	21,8	16,1	6,6	26,1	93,2	38,8	10,7	22,6	14,8	22,3
2009 IV	318,8	6,4	9,6	31,9	42,8	23,7	16,1	6,7	27,5	93,8	39,1	10,5	24,2	15,4	20,6
2009 Sep	106,4	2,2	3,3	10,8	14,0	8,3	5,3	2,3	8,9	31,5	13,2	3,8	7,6	4,9	7,3
2009 Oct	104,5	2,2	3,1	10,8	14,3	7,8	5,2	2,3	9,0	30,9	12,7	3,5	7,3	4,9	6,5
2009 Nov	105,8	2,1	3,1	10,2	14,0	7,9	5,3	2,3	9,2	31,1	12,9	3,5	8,5	5,2	6,8
2009 Dic	108,6	2,1	3,4	10,9	14,5	7,9	5,6	2,1	9,3	31,8	13,5	3,5	8,5	5,3	7,2
2010 Ene	109,8	2,0	3,2	11,1	14,4	8,1	5,5	2,4	9,3	33,8	13,2	3,7	8,2	5,1	6,4
2010 Feb	111,4	.	.	.	.	7,2	5,5	2,3	9,0	33,9	14,0	3,6	8,7	5,2	.
<i>en porcentaje del total de importaciones</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,9	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
Saldo															
2008	-48,7	4,4	1,8	55,7	48,8	-43,5	16,8	10,4	50,7	-170,6	-118,9	-23,6	-41,0	-13,5	31,4
2009	18,3	1,0	3,4	49,0	14,9	-31,9	13,8	8,1	35,9	-93,9	-90,5	-14,2	-2,0	-5,2	25,0
2008 III	-21,4	1,2	0,8	14,2	12,4	-13,4	3,9	2,6	12,7	-47,3	-32,3	-6,0	-11,5	-3,6	6,6
2008 IV	-10,9	0,7	0,0	12,1	9,4	-7,1	3,6	1,3	11,0	-39,8	-31,5	-5,1	-5,9	-2,7	6,5
2009 I	-4,2	0,4	0,5	11,2	4,8	-5,1	3,5	1,1	7,3	-30,4	-26,1	-4,3	-0,4	-1,8	4,7
2009 II	5,5	0,2	0,9	12,0	3,6	-5,9	3,1	2,0	7,8	-22,3	-22,5	-3,2	-0,3	-1,8	6,1
2009 III	6,5	0,1	0,8	12,9	3,8	-9,7	3,2	2,5	10,2	-22,2	-21,4	-3,5	-0,1	-0,8	5,7
2009 IV	10,6	0,3	1,2	12,8	2,8	-11,2	4,0	2,5	10,5	-18,9	-20,5	-3,1	-1,1	-0,9	8,5
2009 Sep	0,8	0,1	0,3	4,5	1,2	-4,3	1,1	0,8	3,2	-7,9	-7,4	-1,4	-0,1	-0,2	2,2
2009 Oct	3,5	0,0	0,5	4,3	1,0	-3,7	1,2	0,7	3,4	-6,4	-6,6	-1,1	0,3	-0,2	2,4
2009 Nov	3,7	0,1	0,4	4,2	1,0	-3,7	1,6	0,8	3,6	-6,6	-6,6	-1,2	-0,7	-0,3	3,4
2009 Dic	3,4	0,2	0,3	4,4	0,8	-3,7	1,2	1,1	3,5	-5,9	-7,4	-0,9	-0,6	-0,4	2,6
2010 Ene	1,9	0,1	0,4	4,1	0,9	-4,0	1,5	0,9	3,4	-8,4	-6,3	-1,2	-0,4	-0,3	3,6
2010 Feb	3,3	.	.	.	.	-3,0	1,3	1,2	3,7	-7,5	-6,7	-0,9	-0,7	0,3	.

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	106,9	101,0	113,0	104,2	
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,7	118,0	107,0	
2009	111,7	110,6	105,9	106,9	119,0	106,6	120,6	107,8	
2009 I	109,9	109,2	104,7	105,2	116,9	105,1	119,0	106,9	
II	111,1	110,2	105,3	106,5	119,9	106,4	119,8	107,4	
III	112,1	110,9	106,2	107,4	119,0	106,6	121,0	108,1	
IV	113,8	112,2	107,3	108,6	120,2	108,1	122,5	108,8	
2010 I	108,7	106,9	102,3	.	.	.	116,9	103,2	
2009 Abr	110,3	109,5	104,6	-	-	-	119,1	106,8	
May	110,8	109,9	105,2	-	-	-	119,5	107,1	
Jun	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,3	
Jul	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7	
Ago	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,8	
Sep	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,7	
Oct	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,5	
Nov	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,2	
Dic	113,0	111,3	106,2	-	-	-	121,7	107,9	
2010 Ene	110,8	108,9	104,0	-	-	-	119,1	105,3	
Feb	108,0	106,0	101,6	-	-	-	116,2	102,5	
Mar	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	101,8	
Abr	106,1	104,4	100,0	-	-	-	113,5	100,2	
	% variación sobre el mes anterior								
2010 Abr	-1,2	-1,2	-1,1	-	-	-	-1,5	-1,5	
	% variación sobre el año anterior								
2010 Abr	-3,8	-4,6	-4,4	-	-	-	-4,7	-6,2	

C35 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



C36 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: 1999 I = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa 1	Corona sueca 2	Libra esterlina 3	Dólar estado-unidense 4	Yen japonés 5	Franco suizo 6	Won sur-coreano 7	Dólar de Hong Kong 8	Dólar singapurense 9	Dólar canadiense 10	Corona noruega 11	Dólar australiano 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 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
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
2010 I	7,4426	9,9464	0,88760	1,3829	125,48	1,4632	1.581,41	10,7364	1,9395	1,4383	8,1020	1,5293
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
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
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
2010 Ene	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
Feb	7,4440	9,9505	0,87604	1,3686	123,46	1,4671	1.582,70	10,6305	1,9326	1,4454	8,0971	1,5434
Mar	7,4416	9,7277	0,90160	1,3569	123,03	1,4482	1.542,59	10,5313	1,8990	1,3889	8,0369	1,4882
Abr	7,4428	9,6617	0,87456	1,3406	125,33	1,4337	1.494,53	10,4065	1,8505	1,3467	7,9323	1,4463
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Abr	0,0	-0,7	-3,0	-1,2	1,9	-1,0	-3,1	-1,2	-2,6	-3,0	-1,3	-2,8
	% variación sobre el año anterior											
2010 Abr	-0,1	-11,2	-2,6	1,6	-3,8	-5,3	-15,1	1,8	-6,6	-16,8	-9,7	-21,8
	Corona checa 13	Corona estonia 14	Lats letón 15	Litas lituano 16	Forint húngaro 17	Zloty polaco 18	Lev búlgaro 19	Nuevo leu rumano 20	Kuna croata 21	Nueva lira turca 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 III	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444		
IV	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029		
2010 I	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866		
2009 Oct	25,861	15,6466	0,7088	3,4528	268,49	4,2146	1,9558	4,2871	7,2419	2,1823		
Nov	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262		
Dic	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013		
2010 Ene	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028		
Feb	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756		
Mar	25,541	15,6466	0,7083	3,4528	265,40	3,8906	1,9558	4,0866	7,2616	2,0821		
Abr	25,308	15,6466	0,7076	3,4528	265,53	3,8782	1,9558	4,1306	7,2594	1,9983		
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Abr	-0,9	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	1,1	0,0	-4,0		
	% variación sobre el año anterior											
2010 Abr	-5,5	0,0	-0,2	0,0	-10,1	-12,5	0,0	-1,7	-2,1	-6,1		
	Real brasileño ¹⁾ 23	Yuan renminbi chino 24	Corona islandesa ²⁾ 25	Rupia india ³⁾ 26	Rupia indonesia 27	Ringgit malasio 28	Peso mexicano ¹⁾ 29	Dólar neozelandés 30	Peso filipino 31	Rublo ruso 32	Rand sudafricano 33	Baht tailandés 34
2007	2,6633	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 III	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
IV	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2010 I	2,4917	9,4417	-	63,4796	12.809,32	4,6590	17,6555	1,9510	63,593	41,2697	10,3852	45,472
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
Nov	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
Dic	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
2010 Ene	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
Feb	2,5237	9,3462	-	63,4291	12.786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
Mar	2,4233	9,2623	-	61,7352	12.434,53	4,5083	17,0587	1,9301	61,999	40,1219	10,0589	44,111
Abr	2,3550	9,1505	-	59,6203	12.101,70	4,2935	16,3957	1,8814	59,788	39,1335	9,8658	43,279
	% variación sobre el mes anterior											
2010 Abr	-2,8	-1,2	-	-3,4	-2,7	-4,8	-3,9	-2,5	-3,6	-2,5	-1,9	-1,9
	% variación sobre el año anterior											
2010 Abr	-19,3	1,5	-	-9,7	-16,8	-9,7	-7,7	-18,6	-5,8	-11,5	-16,9	-7,4

Fuente: BCE.

- 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.
- El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.
- 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	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 IV	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2010 I	1,9	0,4	1,9	0,0	-3,9	-0,4	5,8	3,4	4,6	2,7	3,3
2010 Ene	1,8	0,4	1,9	-1,0	-3,3	-0,3	6,2	3,9	5,2	2,7	3,5
Feb	1,7	0,4	1,8	-0,3	-4,3	-0,6	5,6	3,4	4,5	2,8	3,0
Mar	2,4	0,4	2,1	1,4	-4,0	-0,4	5,7	2,9	4,2	2,5	3,4
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB											
2007	0,1	-0,7	4,8	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,8
2008	1,8	-2,7	3,4	-2,7	-4,1	-3,3	-3,8	-3,7	-5,4	2,5	-4,9
2009	-3,9	-5,9	-2,7	-1,7	-9,0	-8,9	-4,0	-7,1	-8,3	-0,5	-11,5
Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB											
2007	18,2	29,0	27,4	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,8	44,7
2008	14,1	30,0	34,2	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,3	38,3	52,0
2009	14,8	35,4	41,6	7,2	36,1	29,3	78,3	51,0	23,7	42,3	68,1
Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período											
2009 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	3,60
2010 Ene	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	9,05	3,37	4,01
Feb	6,05	4,33	3,50	-	13,62	7,15	7,69	6,09	7,92	3,28	4,02
Mar	5,82	4,02	3,40	-	10,54	5,15	7,16	5,72	7,11	3,20	3,98
Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período											
2009 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
2010 Ene	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,78	4,24	8,56	0,48	0,61
Feb	4,27	1,52	1,39	2,12	3,16	2,24	6,59	4,17	6,93	0,48	0,63
Mar	4,21	1,43	1,37	1,86	2,33	1,87	6,65	4,13	6,01	0,49	0,65
PIB real											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,3	-0,2	0,5
2009	-5,0	-4,2	-4,9	-14,1	-18,0	-14,8	-6,3	1,8	-7,1	-4,9	-4,9
2009 III	-5,4	-4,5	-5,4	-15,6	-19,2	-14,7	-7,1	1,4	-7,1	-5,4	-5,3
IV	-5,9	-3,1	-3,0	-9,5	-17,1	-12,5	-5,3	3,1	-6,5	-1,5	-3,1
2010 I	.	.	.	.	.	-2,8	.	.	.	.	-0,3
Cuenta corriente y de capital en porcentajes del PIB											
2008	-23,2	0,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	9,3	-1,3
2009	-8,0	0,1	3,9	7,4	11,8	7,2	1,5	0,1	-4,0	7,3	-1,1
2009 II	-13,1	-2,9	4,3	7,9	16,7	3,5	2,5	-0,1	-5,5	8,7	-1,3
III	3,0	-2,0	5,7	10,9	11,8	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,1	-1,6
IV	-7,1	0,9	5,3	9,8	14,4	13,2	2,2	-1,1	-3,9	5,0	-0,2
Deuda externa bruta en % del PIB											
2007	100,4	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	179,8	401,3
2008	108,8	50,0	179,0	118,5	128,5	71,6	155,0	56,7	56,0	207,6	431,4
2009 II	107,2	47,6	189,8	121,2	131,7	77,6	167,8	60,0	61,5	215,5	390,7
III	107,8	46,8	192,0	124,0	145,8	82,9	168,8	60,3	66,7	206,7	411,1
IV	111,3	50,8	190,8	126,8	154,7	86,5	163,2	59,3	68,9	206,7	405,0
Costes laborales unitarios											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,0	9,3	4,5	6,9	14,5	2,8	2,8
2009	10,6	2,4	5,1	1,7	-7,1	0,9	1,4	2,2	.	4,8	4,9
2009 II	14,2	2,9	9,4	3,4	-2,2	10,8	-	3,9	-	6,6	6,8
III	10,2	1,6	4,8	1,5	-13,1	-6,5	-	4,3	-	5,0	4,5
IV	3,7	0,8	-0,7	-7,5	-19,4	-11,4	-	-3,5	-	0,1	4,0
Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)											
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	5,8	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009	6,8	6,7	6,0	13,8	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2009 IV	8,0	7,4	7,1	15,5	20,2	15,8	10,6	8,7	7,6	8,8	7,8
2010 I	8,6	7,8	7,5	.	21,6	.	11,1	9,0	.	8,9	.
2010 Ene	8,4	7,7	7,5	-	20,9	.	11,1	8,9	.	9,0	7,8
Feb	8,6	7,9	7,6	-	21,6	.	11,1	9,0	.	8,9	.
Mar	8,7	7,9	7,6	-	22,3	.	11,0	9,1	.	8,7	.

Fuentes: Comisión Europea (DG Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

9.2 En Estados Unidos y Japón

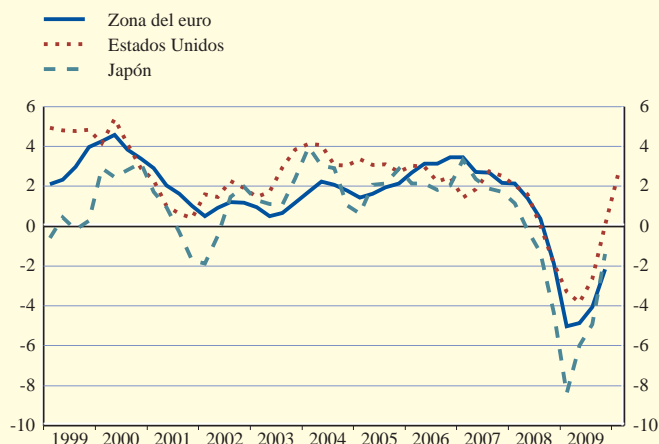
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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 monetario amplio ²⁾	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses ³⁾	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); fin de período ³⁾	Tipo de cambio en moneda nacional por euro ⁴⁾	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB ⁵⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,8
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,4
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,4
2009	-0,4	-1,8	-2,4	-11,1	9,3	7,8	0,69	4,17	1,3948	-11,0	67,7
2009 I	0,0	0,0	-3,3	-13,9	8,2	9,6	1,24	2,96	1,3029	-9,9	59,9
II	-1,2	0,4	-3,8	-14,6	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
III	-1,6	-2,7	-2,6	-10,6	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	65,9
IV	1,4	-4,7	0,1	-4,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	67,7
2010 I	2,4	.	2,5	3,3	9,7	2,0	0,26	4,01	1,3829	.	.
2009 Dic	2,7	-	-	-1,7	10,0	3,7	0,25	4,17	1,4614	-	-
2010 Ene	2,6	-	-	2,2	9,7	2,2	0,25	3,92	1,4272	-	-
Feb	2,1	-	-	2,5	9,7	2,4	0,25	3,89	1,3686	-	-
Mar	2,3	-	-	5,0	9,7	1,5	0,27	4,01	1,3569	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	0,31	3,84	1,3406	-	-
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	2,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	.	-5,2	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 I	-0,1	3,7	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
II	-1,0	1,2	-6,0	-27,4	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
III	-2,2	1,4	-4,9	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	-2,0	.	-1,4	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	.	.	.	.	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
2009 Dic	-1,7	-	-	6,6	5,2	3,1	0,28	1,42	131,21	-	-
2010 Ene	-1,3	-	-	19,1	4,9	3,0	0,26	1,42	130,34	-	-
Feb	-1,1	-	-	31,5	4,8	2,7	0,25	1,43	123,46	-	-
Mar	-1,1	-	-	.	.	2,6	0,25	1,48	123,03	-	-
Abr	.	-	-	.	.	.	0,24	1,37	125,33	-	-

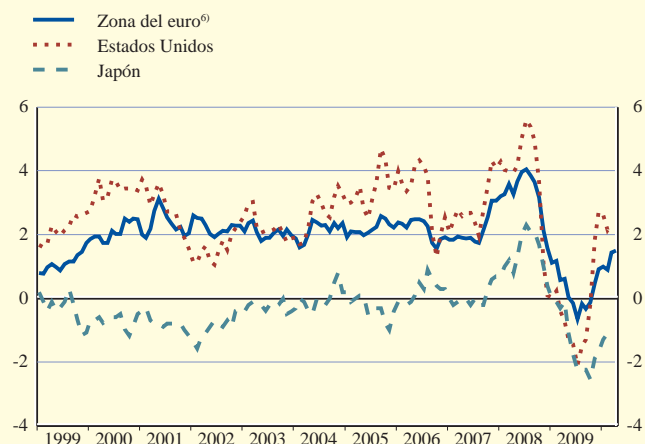
C37 Producto interior bruto a precios constantes

(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 deriven de operaciones.

Si L_t representa el saldo vivo a fin del mes t ; C_t^M , el ajuste por reclasificaciones en el mes t ; E_t^M , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y V_t^M , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones F_t^M del mes t se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

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 desestacionar) 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 pe-

rído 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:

$$h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

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:

El saldo comercial es la diferencia entre las impor-

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.

taciones y las exportaciones de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos las subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas netas de la propiedad (recursos menos empleos).

La renta neta disponible también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta 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 consumo 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 5 de mayo de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 y posteriores 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 (véase más adelante para más información). 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.

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 es-

tadísticas. 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.

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.

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>).

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 valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue

del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de 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 mo-

netarios 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.

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.

2 DO L 356, de 30.12.1998, p. 7.

3 DO L 250, de 2.10.2003, p. 17.

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 desesta-

cionalizados 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 dis-

tintos 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 sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de ac-

ciones 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 tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la

zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de 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 hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de

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.

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) nº 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) nº 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2, y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) nº 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos 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) nº 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 importacio-

nes 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) nº 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) nº 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 su producción principalmente en pedidos, en especial las industrias textil, de pasta de papel y papel, química, de fabricación de productos me-

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.

táticos, 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 Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004 y de datos proporcionados por los BCN.

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.

OPERACIONES Y POSICIONES FRENTE 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 ingre-

sos 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 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organismos internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre 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 pa-

13 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

gos 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 de-

talle 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 Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a 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.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las 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) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Co-

munidad 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) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas, 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, Co-

rea 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» del Boletín Mensual de enero de 2010, 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. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

ANEXOS

CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA¹



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, 14 DE ENERO, 4 DE FEBRERO, 4 DE MARZO,
8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.





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 febrero y abril de 2010. Desde enero de 2009 (a partir del documento de trabajo n.º 989), estas publicaciones solo están disponibles en Internet. Igualmente, desde noviembre de 2009 (a partir del documento de trabajo jurídico n.º 9), 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.
- «Informe Anual 2009», abril 2010.

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.
- «Los mercados de *repos* de la zona del euro y las turbulencias en los mercados financieros», febrero 2010.
- «Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito», febrero 2010.
- «Evolución de las estadísticas económicas generales de la zona del euro: una versión actualizada», febrero 2010.
- «Herramientas para la elaboración de las proyecciones a corto plazo de la inflación de la zona del euro», abril 2010.
- «Medidas adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro en apoyo del sector financiero», abril 2010.
- «Perspectivas de los desequilibrios reales y financieros y reequilibrio a escala mundial», abril 2010.
- «Transmisión de la política monetaria en la zona del euro un decenio después de la introducción del euro», mayo 2010.
- «La «Gran inflación»: enseñanzas para la política monetaria», mayo 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.
- 11 «The role of national central banks in banking supervision in selected central and eastern European countries», M. Apinis, M. Bodzioch, E. Csongrádi, T. Filipova, Z. Foit, J. Kotkas, M. Porzycki y M. Vetrák, marzo 2010.

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. Santabábara, 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.

- 108 «Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview», K. Hubrich y T. Karlsson, marzo 2010.
- 109 «Euro area fiscal policies and the crisis», editado por A. van Riet, abril 2010.

BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.
- «Research Bulletin», n.º 9, marzo 2010.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1152 «Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis», L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, febrero 2010.
- 1153 «The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors», K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki y M. Vodopivec, febrero 2010.
- 1154 «Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach», A. Afonso y M. St. Aubyn, febrero 2010.
- 1155 «Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate», D. F. Hendry y K. Hubrich, febrero 2010.
- 1156 «Mortgage indebtedness and household financial distress», D. Georgarakos, A. Lojschová y M. Ward-Warmedinger, febrero 2010.
- 1157 «Real time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance», M. Marcellino y A. Musso, febrero 2010.
- 1158 «Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective», M. M. Habib, marzo 2010.
- 1159 «Wages and the risk of displacement», A. Carneiro y P. Portugal, marzo 2010.
- 1160 «The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth», G. de Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel, marzo 2010.
- 1161 «Housing, consumption and monetary policy: how different are the US and the euro area?», A. Musso, S. Neri y L. Stracca, marzo 2010.
- 1162 «Inflation risks and inflation risk premia», J. A. García y T. Werner, marzo 2010.
- 1163 «Asset pricing, habit memory, and the labour market», I. Jaccard, marzo 2010.
- 1164 «Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN survey», G. Bertola, A. Dabusinskas, M. M. Hoeberichts, M. Izquierdo, C. Kwapil, J. Montornès y D. Radowski, marzo 2010.
- 1165 «The term structure of risk premia: new evidence from the financial crisis», T. Berg, marzo 2010.
- 1166 «Does monetary policy affect bank risk-taking?», Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, marzo 2010.
- 1167 «Macroeconomic forecasting and structural change», L. Gambetti, A. D'Agostino y D. Giannone, abril 2010.
- 1168 «Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities», R. Jiménez-Rodríguez, G. Ferrucci y L. Onorante, abril 2010.
- 1169 «The impact of numerical expenditure rules on budgetary discipline over the cycle», F. Holm-Hadulla, S. Hauptmeier y P. Rother, abril 2010.
- 1170 «Global commodity cycles and linkages: a FAVAR approach», M. J. Lombardi, C. Osbat y B. Schnatz, abril 2010.

- 1171 «The external finance premium in the euro area: a useful indicator for monetary policy?», P. Gelain, abril 2010.
- 1172 «Size, openness and macroeconomic interdependence», A. Chudik y R. Straub, abril 2010.
- 1173 «Market power and fiscal policy in OECD countries», A. Afonso y L. F. Costa, abril 2010.
- 1174 «How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited», M. Trabandt y H. Uhlig, abril 2010.
- 1175 «In dubio pro CES: supply estimation with mis-specified technical change», M. A. León-Ledesma, P. McAdam y A. Willman, abril 2010.
- 1176 «Evolving Phillips trade-off», L. Benati, abril 2010.
- 1177 «Price and trading response to public information», M. Malinowska, abril 2010.
- 1178 «Monetary policy, housing booms and financial (im)balances», S. Eickmeier y B. Hofmann, abril 2010.
- 1179 «Credit supply: identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans», G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró y J. Saurina, abril 2010.
- 1180 «Nominal and real wage rigidities. In theory and in Europe», M. Knell, abril 2010.
- 1181 «Wage setting and wage flexibility in Ireland: results from a firm-level survey», M. Keeney y M. Lawless, abril 2010.
- 1182 «Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?», P. Du Caju, G. Kátay, A. Lamo, D. Nicolitsas y S. Poelhekke, abril 2010.
- 1183 «Labour market institutions and the business cycle: unemployment rigidities vs. real wage rigidities», M. Abbritti y S. Weber, abril 2010.
- 1184 «Costs, demand and producer price changes», C. Loupias y P. Sevestre, abril 2010.

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).

«OCT 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).

«Recent advances in modelling systemic risk using network analysis», enero 2010 (solo en Internet).

«Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future ‘EU 2020’ strategy», enero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosystema – diciembre 2009», enero 2010 (solo en Internet).

«Structural indicators for the EU banking sector», enero 2010 (solo en Internet).

«Modelo de corresponsalía entre Bancos Centrales (MCBC) – Procedimientos para las entidades de contrapartida del Eurosystema», enero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», febrero 2010 (solo en Internet).

«The ‘Centralised Securities Database’ in brief», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosystema – enero 2010», febrero 2010 (solo en Internet).

«Commission communication on ‘An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector’: Eurosystem’s reply to the public consultation», febrero 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009», febrero 2010 (solo en Internet).

«MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS’ guidelines on FINREP and COREP», febrero 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece», febrero 2010 (solo en Internet).

«ECB-Eurostat workshop on pensions», febrero 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosystema – febrero 2010», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Diogo Feio, Member of the European Parliament, regarding the economic situation in Portugal», marzo 2010 (solo en Internet).

«Strengthening macro and micro-prudential supervision in EU candidates and potential candidates», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr. Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)», marzo 2010 (solo en Internet).

«Government finance statistics guide», marzo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, regarding credit rating agencies», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Euro area monetary and financial statistics – 2009 quality report», marzo 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosystema – marzo 2010», abril 2010 (solo en Internet).

«Financial integration in Europe», abril 2010.

«Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures», abril 2010 (solo en Internet).

«Results of the public consultation on ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework», abril 2010 (solo en Internet).

«ECB statistics - an overview», abril 2010 (solo en Internet).

«European statistics provided by the ESCB – the governance structure», abril 2010 (solo en Internet).

«Memorandum of understanding on the exchange of information among national central credit registers for the purpose of passing it on to reporting institutions», abril 2010 (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.

«La Zona Única de Pagos en Euros (SEPA): un mercado de pequeños pagos integrado», julio 2009.

«T2S – settling without borders», enero 2010.

«ECB statistics: a brief overview», abril 2010.



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, 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 Eurosistema. 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.