



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

**11 | 2010**

12 | 2010

EZB EKT EKP

500





**BANCO CENTRAL EUROPEO**

EUROSISTEMA



## **BOLETÍN MENSUAL NOVIEMBRE 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 3 de noviembre de 2010.*

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



## ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
Evolución monetaria y financiera	<b>15</b>
Precios y costes	<b>49</b>
Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>63</b>
Evolución de los tipos de cambio y de la balanza de pagos	<b>69</b>
<b>Recuadros</b>	
1 El papel de los distintos sectores en la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras	<b>19</b>
2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre de 2010	<b>22</b>
3 Resultados de la «encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»	<b>40</b>
4 Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2010	<b>43</b>
5 Factores determinantes de la evolución reciente de la inflación	<b>51</b>
6 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al cuarto trimestre de 2010	<b>58</b>
<b>ARTÍCULOS</b>	
Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria	<b>77</b>
Cómo mejorar el análisis monetario	<b>91</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
Documentos publicados por el Banco Central Europeo a partir de 2009	<b>VII</b>
Glosario	<b>XV</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, sigue considerando que el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es apropiado. En consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 7 de octubre de 2010, el Consejo de Gobierno continúa esperando que la evolución de los precios sea moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Los datos económicos recientes son acordes con la valoración del Consejo de Gobierno de que el impulso subyacente de la recuperación sigue siendo positivo. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre. El análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas. 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 siguen 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.

En conjunto, la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La orientación, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación se ajustarán según sea apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son plenamente compatibles con el mandato del BCE y, por su propio diseño, de naturaleza temporal. En consecuencia, 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, los últimos datos publicados y la evidencia procedente de encuestas recientes confirman, en general, que el impulso subyacente positivo de la recuperación económica en la zona del euro se mantiene. En consonancia con las expectativas anteriores, esto implica la continuación del crecimiento del PIB real en el segundo semestre de este año. Se espera que la re-

cuperación a escala mundial avance, lo que debería traducirse en un efecto positivo continuado sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento, apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores atenúe la recuperación de la actividad.

En la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas siguen aún inclinándose levemente a la baja, en un entorno de incertidumbre. Por un lado, el crecimiento del comercio internacional podría continuar siendo más rápido de lo esperado, respaldando así las exportaciones de la zona del euro. Por otro, sigue preocupando la posibilidad de que reaparezcan las tensiones en los mercados financieros. Los riesgos a la baja están relacionados, además, con nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, con presiones proteccionistas y con la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, como se había previsto, según la estimación preliminar de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se incrementó en octubre hasta el 1,9%, frente al 1,8% registrado en septiembre. En los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC fluctuará en torno al nivel actual, antes de volver a moderarse a lo largo del próximo año. En general, se espera que en el 2011 las tasas de inflación se mantengan moderadas. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios se inclinan levemente al alza y están relacionados, en particular, con la variación de los precios de la energía y de otras materias primas. Además, los impuestos indirectos y los precios ad-

ministrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados actualmente, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años. Al mismo tiempo, se sigue esperando que los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos sean moderados.

Por lo que respecta al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 apenas experimentó cambios, situándose en el 1,0% en septiembre de 2010, frente al 1,1% de agosto. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado, situada en el 1,2%, se mantuvo sin variación con respecto a agosto. Al margen de la evolución en meses concretos, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos se mantiene reducido y sigue avalando la valoración de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio plazo están contenidas.

La tasa de crecimiento interanual de M1 ha seguido moderándose y se situó en el 5,9% en septiembre de 2010, mientras que la tasa de crecimiento interanual de otros depósitos a corto plazo ha resultado menos negativa, todo lo cual obedece a la ampliación del diferencial entre los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los de los depósitos a la vista.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios concedidos al sector privado se está viendo cada vez más favorecida por el flujo de préstamos a sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de estos últimos sigue siendo ligeramente negativa, pero la evolución de los últimos meses sugiere que a principios del 2010 se produjo un punto de inflexión, lo que sería acorde con la respuesta retardada de la evolución de los préstamos a la actividad económica característica del ciclo económico, observada también en ciclos anteriores. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares se situó en el 2,8% en septiembre, manteniéndose así en niveles observados en meses anteriores.

Las entidades de crédito han proseguido con el incremento gradual del peso asignado al crédito

concedido al sector privado en el total de sus balances, aunque se sigue afrontando el reto de aumentar la disponibilidad de este crédito cuando repunte todavía más la demanda. Si fuese necesario para superar este reto, las entidades de crédito deberían no distribuir beneficios, recurrir al mercado para reforzar aún más sus bases de capital o aprovechar al máximo las medidas gubernamentales adoptadas para favorecer la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la nueva información y los nuevos análisis disponibles desde su reunión del 7 de octubre de 2010, el Consejo de Gobierno espera que la evolución de los precios siga siendo moderada en el horizonte temporal a medio plazo relevante para la política monetaria. Los datos económicos recientes son acordes con la valoración del Consejo de Gobierno de que el impulso subyacente de la recuperación sigue siendo positivo. Al mismo tiempo, persiste la incertidumbre. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario confirma que las presiones inflacionistas a medio plazo siguen estando contenidas. 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 siguen 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.

En cuanto a la política fiscal, existe una clara necesidad de reforzar la confianza de la opinión pública en la capacidad de los Gobiernos para restablecer 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. Con este fin, es esencial que los países establezcan planes plurianuales de consolidación creíbles y apliquen en su totalidad las medidas de consolidación acordadas. En sus presupuestos para el 2011, deben concretar medidas de ajuste fiscal

creíbles y centrarse en el gasto. Cualquier evolución presupuestaria positiva que pudiera producirse, como reflejo de factores tales como un entorno más favorable de lo esperado, debería aprovecharse para avanzar con mayor celeridad hacia el saneamiento de las finanzas públicas.

La aplicación urgente de reformas estructurales de gran alcance es esencial para mejorar las perspectivas de un mayor crecimiento sostenible. Se precisan reformas de gran calado, en especial en aquellos países que en el pasado han experimentado una pérdida de competitividad o que aún soportan déficits fiscales y exteriores elevados. La eliminación de las rigideces de los mercados laborales y el aumento del crecimiento de la productividad contribuirían al proceso de ajuste de estas economías. El incremento de la competencia del mercado de productos, especialmente los servicios, facilitaría también la reestructuración de la economía y fomentaría la innovación y la adopción de nuevas tecnologías.

En su reunión de 28-29 de octubre de 2010, los jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea acordaron la reforma de la gobernanza económica de la UE. Las propuestas presentadas por Herman Van Rompuy, presidente del Consejo Europeo, suponen un reforzamiento del actual marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la UE. No obstante, el Consejo de Gobierno considera que no representan el gran paso adelante que ha estado reclamando para la gobernanza económica de la Unión Monetaria.

En concreto, el Consejo de Gobierno advierte con preocupación que el automatismo en la aplicación de la vigilancia fiscal sería insuficiente, que no se especifica la norma para reducir la ratio de deuda pública y que el procedimiento de vigilancia macroeconómica no contempla de forma explícita las sanciones económicas.

Por lo que se refiere al procedimiento de vigilancia macroeconómica en particular, el nuevo sistema de vigilancia mutua debería centrarse firmemente en países de la zona del euro que estén experimentando una pérdida de competitividad sostenida y que soporten déficits por cuenta corriente elevados. Este sistema debería incorporar mecanismos de activación transparentes y eficaces. Sería esencial que las valoraciones de los desequilibrios macroeconómicos y las recomendaciones de medidas correctivas tuvieran amplia resonancia en todas las fases del procedimiento de vigilancia.

El público y los mercados pueden estar seguros de que el Consejo de Gobierno mantiene su firme compromiso de cumplir el mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se replantea el papel de los precios de los activos en la ejecución de la política monetaria. En el segundo artículo se presentan las mejoras introducidas recientemente en el análisis monetario que efectúa el BCE.



# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa, aunque a un ritmo algo más moderado a medida que se desvanecen los efectos del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo fiscal, como lo corrobora la evidencia más reciente basada en las encuestas. En general, las presiones inflacionistas han seguido siendo más bien moderadas, especialmente en las economías avanzadas, mientras que en las economías emergentes más dinámicas se han dejado sentir con algo más de intensidad.

### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

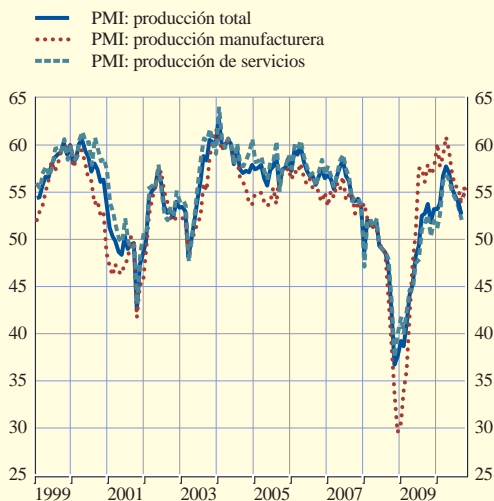
Aunque la recuperación de la economía mundial sigue su curso, el ritmo se ha moderado ligeramente a medida que se han ido desvaneciendo los efectos del ciclo de existencias y de las políticas de estímulo fiscal. En las economías avanzadas, la combinación de varios factores (la debilidad de las perspectivas del mercado de trabajo, el proceso de desapalancamiento actualmente en curso y los bajos niveles de confianza de los consumidores) también ha contribuido a la desaceleración de la actividad. En las economías emergentes, el crecimiento ha seguido siendo sólido, aunque se ha moderado últimamente.

En octubre, el índice PMI global de producción del sector manufacturero se situó en 55,7, lo que representa un incremento respecto al nivel de 53,8 registrado en septiembre e indica que la actividad creció a un ritmo más rápido por primera vez en seis meses. No obstante, la moderación del ritmo de crecimiento ha continuado en el segundo semestre del año (véase gráfico 1).

Las presiones inflacionistas han seguido siendo relativamente moderadas en las economías avanzadas, mientras que, en los mercados emergentes más dinámicos, se han intensificado ligeramente. Según los últimos datos disponibles, en los países de la OCDE, la inflación medida por los precios de consumo fue del 1,7% en septiembre de 2010, frente al 1,6% de agosto (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los

Gráfico 1 PMI: producción mundial

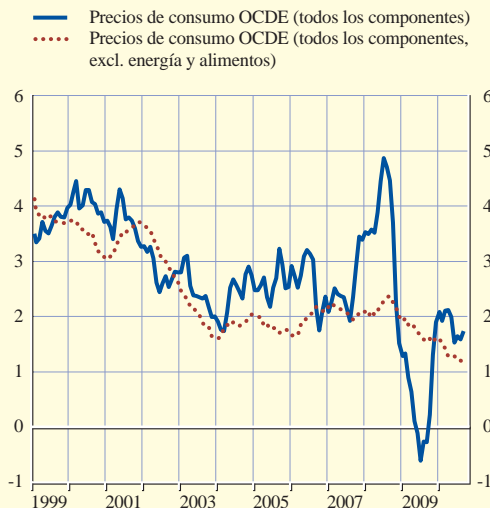
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

alimentos, la inflación interanual, medida por los precios de consumo, fue del 1,2% en septiembre, sin variación con respecto a agosto. Como indican los índices PMI globales de precios de los bienes intermedios, los precios de compra aumentaron en el sector manufacturero en octubre, pero se mantuvieron por debajo de los niveles anteriores a la crisis.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica se estabilizó en el tercer trimestre de 2010 tras registrar una desaceleración en el segundo trimestre. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real, en tasa anualizada, se situó en el 2% en el tercer trimestre y estuvo determinado, principalmente, por la solidez del gasto en consumo y la acumulación de existencias. El crecimiento de la inversión empresarial también siguió siendo robusto y compensó con creces la debilidad de la inversión residencial. Al mismo tiempo, el crecimiento se vio empañado por una fuerte contribución negativa de la demanda exterior neta que, no obstante, fue menor que la observada en el segundo trimestre. Los indicadores basados en las encuestas de opinión sugieren que la actividad se está estabilizando en el sector manufacturero. De cara al futuro, se prevé que la recuperación continúe a un ritmo más moderado en comparación con otras recesiones. Un nuevo deterioro de la actividad en el sector inmobiliario y la frágil situación del mercado laboral podrían limitar el ritmo de actividad.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, fue del 1,1% en septiembre de 2010, sin variación con respecto al mes anterior. La inflación general se vio estimulada por un incremento del índice energético y de una subida de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la tasa de inflación interanual se redujo hasta el 0,8% en septiembre, el nivel más bajo registrado desde 1961, lo que refleja la notable atonía de los mercados de productos y trabajo de Estados Unidos.

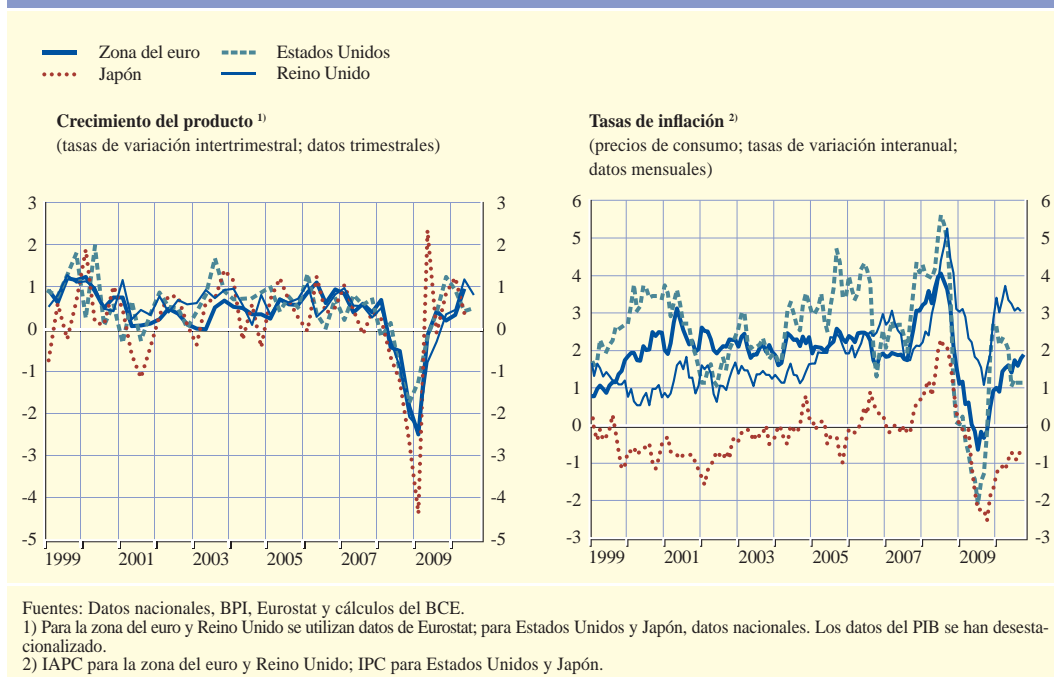
El 3 de noviembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener, sin variación, el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda del 0% al 0,25% y siguió previendo que la situación económica probablemente justifique que el tipo de interés de los fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado. Asimismo, el Comité anunció su intención de comprar otros 600 mm de dólares estadounidenses en valores del Tesoro a más largo plazo de aquí al final del segundo trimestre de 2011, a un ritmo de unos 75 mm de dólares al mes, y de ajustar el programa de compras en la medida de lo necesario para estimular al máximo el empleo y la estabilidad de precios.

### JAPÓN

En Japón, la actividad económica ha ido perdiendo impulso recientemente y se ha registrado una desaceleración de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real, que ha pasado del 1,2% observado en el primer trimestre a un 0,4% en el segundo trimestre (véase gráfico 3). Los últimos datos disponibles apuntan a un nuevo debilitamiento de la actividad. Concretamente, la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones nominales descendió en septiembre por séptimo mes consecutivo, lastrando la frágil recuperación económica. La producción industrial se redujo un 1,9%, en tasa intermensual, en septiembre, tras un descenso del 0,5%, en cifras revisadas, en agosto. Esta evolución podría reflejar, principalmente, la moderación de la demanda externa y la finalización del programa de incentivos introducido por las autoridades para la compra de automóviles.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el -0,6% en septiembre, frente al -0,9% de agosto. Excluidos los alimentos frescos, el IPC descendió

Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas



un 1,1%, en tasa interanual, mientras que si se excluyen los alimentos frescos y la energía, el descenso fue del 1,5%.

En su reunión de 28 de octubre de 2010, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía entre el 0,0% y el 0,1%. También decidió las principales condiciones de los detalles operativos del programa de compras de activos —anunciado el 5 de octubre— encaminado a flexibilizar aún más la política monetaria.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido ha continuado la recuperación económica. El PIB real creció un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras el 1,2% registrado en el segundo trimestre (véase gráfico 3). La recuperación ha sido generalizada en los principales sectores económicos, siendo la construcción, los servicios empresariales y las finanzas los que más han contribuido al crecimiento. Los precios de la vivienda descendieron en el segundo y tercer trimestres (en tasa intertrimestral). De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las medidas de estímulo monetario, la demanda externa y la anterior depreciación de la libra esterlina deberían respaldar la actividad económica. No obstante, se prevé que el crecimiento de la demanda interna seguirá estando limitado por las restrictivas condiciones de concesión de crédito, el ajuste de los balances de los hogares y las sustanciales restricciones presupuestarias.

La inflación interanual, medida por el IPC, aumentó de forma acusada a comienzos de 2010, alcanzando un máximo del 3,7% en abril, pero se ha moderado ligeramente en los últimos meses, situándose en el 3,1% en septiembre. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina y el impacto del aumento del IVA en enero de 2011 ejercerán presión al alza sobre los precios de consumo. En los últimos trimestres, 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.

## OTROS PAÍSES EUROPEOS

En conjunto, la situación económica ha seguido mejorando en el segundo trimestre de 2010 en los otros países de la UE no pertenecientes a la zona del euro, mientras que la evolución de la inflación ha sido heterogénea. El PIB real creció, en tasa intertrimestral, un 1,9% en Suecia y un 1,7%, en Dinamarca, de lo que se deduce que la recuperación ha cobrado impulso en ambos países. En septiembre, la inflación interanual, medida por el IAPC, se situó en el 2,5% en Dinamarca y en el 1,5% en Suecia.

En general, en los países más grandes de la UE de Europa central y oriental continúa la recuperación, aunque el crecimiento económico ha sido volátil en los últimos trimestres. La demanda externa y la acumulación de existencias siguen respaldando la recuperación. La demanda ha seguido siendo relativamente moderada, debido a las medidas de austeridad fiscal adoptadas en algunos países, así como a la frágil situación de los mercados de trabajo y de crédito. En conjunto, los indicadores de corto plazo apuntan a que se mantendrá la recuperación, impulsada por la demanda externa, en todos los países salvo en Rumanía. En septiembre de 2010, la inflación se situó en el 1,8% en la República Checa, en el 2,5% en Polonia y en el 3,7% en Hungría. En Rumanía, se alcanzó una tasa notablemente más alta, del 7,7% en septiembre, que refleja, en parte, el efecto del reciente incremento del IVA.

## ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA

Según indican los últimos datos disponibles, el crecimiento en las economías emergentes de Asia siguió siendo dinámico en el tercer trimestre de 2010. No obstante, el ritmo de la expansión ha registrado una ligera desaceleración en comparación con el segundo trimestre, como se desprende de los indicadores sobre producción industrial y exportaciones y de alguna estimación preliminar del PIB para el tercer trimestre. En varios países, la demanda interna privada se ha convertido ahora en el principal factor determinante del crecimiento económico. En septiembre, la inflación media aumentó ligeramente en la región en comparación con agosto. Las presiones al alza sobre las tasas de inflación han tenido su origen, principalmente, en la subida de los precios de los alimentos y se prevé que serán de carácter transitorio.

En China, la tasa de crecimiento interanual del PIB real experimentó un nuevo retroceso, hasta el 9,6%, en el tercer trimestre de 2010, desde el 10,3% y el 11,9% registrados, respectivamente, en el segundo y primer trimestres. La inversión privada y la demanda exterior neta son los factores que respaldan cada vez más el crecimiento, en un entorno de gradual retirada de las políticas de estímulo. No obstante, debido a la desaceleración de la demanda externa, también se redujo el crecimiento de las exportaciones, aunque se mantuvo en un nivel elevado. El superávit comercial, si bien descendió en septiembre, fue de 65,6 mm de dólares estadounidenses en el tercer trimestre de este año, el mayor superávit trimestral registrado desde comienzos de 2008. Las presiones inflacionistas se han intensificado, pero se prevé que seguirán estando limitadas por el persistente exceso de capacidad productiva de la economía. En septiembre, la inflación interanual, medida por los precios de consumo y por los precios industriales, se situó en el 3,6% y el 4,3%, respectivamente. Los precios de los activos se incrementaron de nuevo en octubre, estimulados, en parte, por los tipos de interés reales negativos de los depósitos. El aumento de la confianza en la economía real, unido a la intensificación de las presiones sobre los precios de los activos, llevó al Banco Central de la República Popular China a elevar, el 19 de octubre, los tipos de interés de referencia de los préstamos y de los depósitos en 25 puntos básicos, hasta el 2,5% y el 5,56%, respectivamente. Las exigencias de reservas de las entidades de crédito más grandes se incrementaron en otros 50 puntos básicos, hasta el 17,5%.

## AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad ha seguido siendo dinámica y las tasas de inflación se han mantenido prácticamente estables. En Brasil, la producción industrial creció a una tasa interanual del 8,9% en agosto de

2010, frente al 8,8% registrado en julio. La inflación interanual, medida por el IPC, fue del 4,6% en septiembre, frente al 4,4% del mes anterior. En Argentina, la actividad económica siguió creciendo rápidamente, registrándose un aumento de la producción industrial del 10,1%, en tasa interanual, en septiembre, la misma tasa que en agosto. La inflación, medida por el IPC, se situó en el 11,1% en septiembre. Por último, cabe señalar la solidez de la actividad económica en México, donde se registró un incremento interanual de la producción industrial del 7,9% en agosto, frente al 6% observado en julio. La inflación interanual no experimentó variación en septiembre en comparación con agosto, manteniéndose en un 3,7%.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo subieron en octubre. El 3 de noviembre de 2010, el precio del barril de Brent se situaba en 85,3 dólares estadounidenses, un 9% por encima del nivel observado a comienzos del año (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en los mercados prevén que los precios del crudo sean más elevados en el medio plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2012 se negocian actualmente en torno a 90,5 dólares estadounidenses el barril.

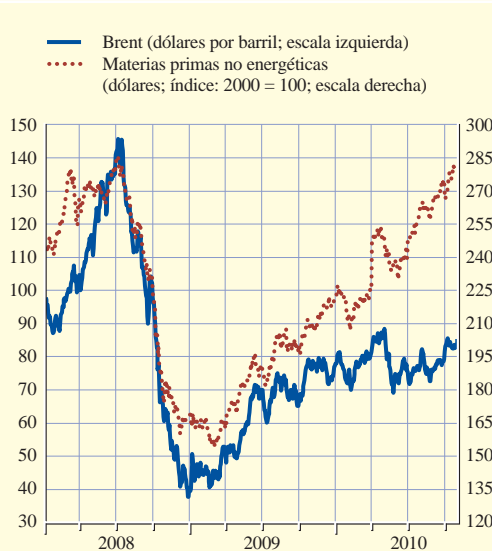
Por lo que respecta a las variables fundamentales, la demanda de petróleo sigue creciendo vigorosamente en los países no pertenecientes a la OCDE y se está recuperando de forma sostenida en los países de esta organización. En su informe de octubre, la Agencia Internacional de la Energía revisó al alza sus proyecciones de demanda para 2010 y 2011. Por lo que se refiere a la oferta, la OPEP decidió, en su reunión más reciente, no incrementar las cuotas de producción. No obstante, la capacidad de producción de petróleo sigue siendo holgada, debido en parte a un aumento de la producción mayor de lo esperado en Estados Unidos y Rusia.

Los precios de las materias primas no energéticas también se incrementaron en octubre. En el caso de los alimentos, los precios siguieron aumentando notablemente, impulsados en particular por el maíz, la soja y el cacao. Sin embargo, los precios del trigo experimentaron un ligero descenso tras haber aumentado de forma sustancial en los últimos meses. También subieron los precios de los metales, especialmente los del estaño, el plomo y el zinc, al igual que los del algodón, que mantuvieron su trayectoria ascendente. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de octubre, un 25% por encima del nivel de comienzos del año.

## 1.3 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

De cara al futuro, los indicadores adelantados apuntan a que se mantendrá la moderación del ritmo de crecimiento de la economía mundial. En agosto, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE expe-

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



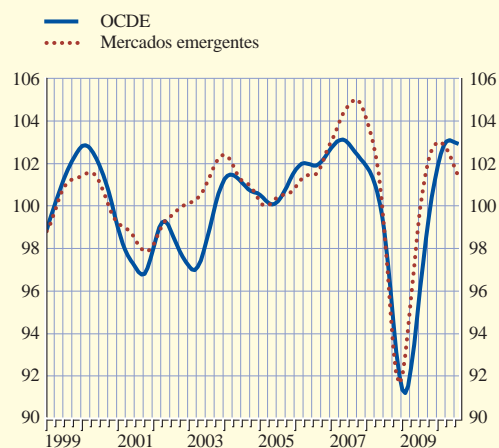
Fuentes: Bloomberg y HWWI.

rimentaron una caída, que fue más pronunciada en los mercados emergentes (véase gráfico 5). Además, los datos basados en las encuestas sugieren que el crecimiento del comercio internacional probablemente seguirá perdiendo impulso en los próximos meses.

En un entorno en el que se mantiene la incertidumbre, los riesgos para la actividad mundial tienden ligeramente a la baja. Por un lado, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otra parte, el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, los nuevos aumentos de los precios del petróleo y de otras materias primas, las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales siguen siendo motivo de preocupación.

**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 prácticamente no experimentaron variaciones en septiembre. Los moderados flujos mensuales observados ese mes pueden reflejar ciertos reajustes, tras los flujos relativamente elevados registrados en agosto, si bien plantean cierta incertidumbre en torno a la fortaleza de la recuperación de la evolución monetaria. Aunque las tasas de crecimiento de M3 y de los préstamos han repuntado gradualmente en los últimos meses, se mantienen en niveles relativamente reducidos. En general, se mantiene la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas son contenidas. La evolución por sectores de los préstamos al sector privado aporta nueva evidencia de que se ha alcanzado un punto de inflexión en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a los hogares, que registró un punto de inflexión en 2009, se ha estabilizado. Por último, los principales activos de las IFM disminuyeron en septiembre, invirtiendo, en parte, la fuerte expansión observada en meses anteriores.

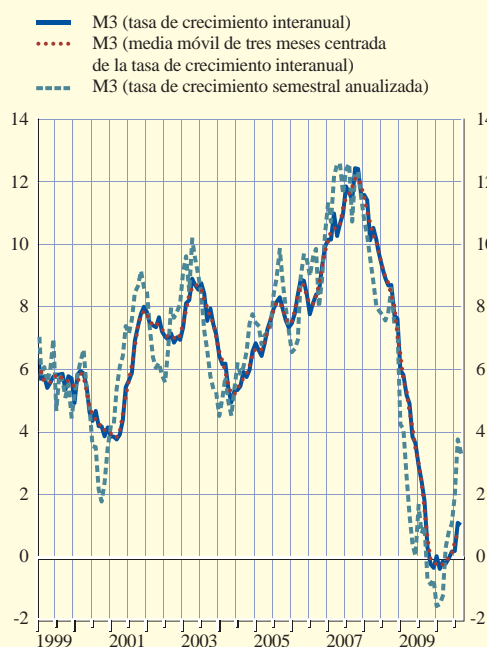
#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 prácticamente no se modificó en septiembre, mes en que se situó en el 1%, desde el 1,1% de agosto (véase gráfico 6). Aunque la tasa de crecimiento intermensual fue ligeramente negativa, del -0,1%, esta evolución se produjo tras un crecimiento particularmente acusado en agosto, del 0,9%. La evolución a corto plazo de M3 —medida por las tasas de crecimiento trimestral y semestral anualizadas— continuó siendo más dinámica que en el primer semestre del año. Esto proporciona evidencia preliminar de que el crecimiento monetario de la zona del euro se ha recuperado, pero la volatilidad observada en los últimos meses también implica incertidumbre acerca de la fortaleza de esta recuperación.

La evolución general de M3 sigue reflejando la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos. No obstante, la reasignación de fondos a gran escala desde instrumentos de M3 hacia activos financieros no incluidos en este agregado monetario parece haber disminuido en los últimos meses, ya que la curva se ha aplanado ligeramente desde principios de año. Por el lado de los componentes, el descenso marginal observado en el crecimiento interanual de M3 en septiembre oculta una acusada desaceleración del crecimiento de M1, que quedó sobradamente compensada por la evolución registrada en otros componentes, especialmente en los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista (esto es, M2-M1). Es probable que esto se deba al aumento de los diferenciales de remuneración de estas categorías de depósitos.

Gráfico 6 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las contrapartidas, la moderación observada en la tasa de crecimiento interanual de M3 quedó reflejada en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado, que también fue reducida. A escala de sectores, el crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras volvió a ser menos negativo, aportando nueva evidencia de una tímida recuperación, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares disminuyó ligeramente, aunque siguió siendo positiva.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro experimentaron un acusado descenso en septiembre, invirtiendo, en parte, la considerable expansión observada el mes anterior. En el período de tres meses transcurrido hasta septiembre, el balance de este sector continuó incrementándose, impulsado principalmente por el crédito al sector privado.

#### **PRINCIPALES COMPONENTES DE M3**

La tasa de crecimiento interanual de M3 continúa ocultando diferencias en las tasas de crecimiento de los distintos componentes. Sin embargo, estos diferenciales se han reducido considerablemente en los últimos meses. El crecimiento interanual de M1 se ha desacelerado sustancialmente, mientras que las tasas de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista y, en menor medida, de los instrumentos negociables (esto es, M3-M2) han pasado a ser bastante menos negativas.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un acusado descenso en septiembre, mes en que se situó en el 5,9%, desde el 7,7% de agosto, como consecuencia de un flujo mensual de salida especialmente elevado en los depósitos a la vista. Desde el máximo registrado en agosto de 2009, la tasa de crecimiento interanual de M1 ha experimentado una caída de 7,5 puntos porcentuales. Es probable que la evolución reciente de M1 haya estado determinada por consideraciones relacionadas con las carteras. El acusado aumento de la pendiente de la curva de rendimientos a finales de 2008 hizo que se registraran abultadas entradas en M1 procedentes de otros instrumentos incluidos en M3, que no fueron sostenidas al no producirse un nuevo aumento de la pendiente. Además, las mejoras recientes de la remuneración de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista, en comparación con la de los depósitos a la vista, han favorecido reajustes dentro de M3 y se han plasmado en un mayor crecimiento de este tipo de depósitos.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se incrementó hasta situarse en el -2,7% en septiembre, desde el -4,6% de agosto. Esta evolución estuvo impulsada por una tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo (esto es, los depósitos a plazo hasta dos años) bastante menos negativa, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) experimentó un ligero descenso pero siguió siendo muy positiva. Los flujos mensuales fueron positivos, tanto en el caso de los depósitos a corto plazo como en el de los depósitos de ahorro a corto plazo.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables aumentó ligeramente y se situó en el -5% en septiembre, desde el -5,1% de agosto. Dentro de estos instrumentos, la tasa de crecimiento interanual de las cesiones temporales se redujo por primera vez desde enero de 2010. No obstante, esta evolución debe considerarse en un contexto de fuerte crecimiento en los meses anteriores y de un flujo mensual positivo. La tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario disminuyó de nuevo, ya que el flujo positivo observado en agosto no se repitió.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3, que incluyen los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, y que constituyen el agregado monetario más amplio para el que se dispone de un detalle



puntual por sectores, experimentó un leve aumento en septiembre, tras haber registrado aumentos considerables los dos meses anteriores. En cuanto a la evolución por sectores, la contribución de los intermediarios financieros no monetarios distintos de los fondos de pensiones y las empresas de seguros (OIF) disminuyó ligeramente, aunque este sector continuó siendo el que más contribuyó al crecimiento de este componente. Desde principios de 2009, la contribución de los OIF a la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 ha estado impulsada principalmente por las cesiones temporales. La contribución del sector privado no financiero no se modificó en septiembre, ya que la leve mejora de la contribución de los hogares quedó contrarrestada por el descenso marginal de la de las sociedades no financieras. Ambos sectores contribuyeron considerablemente a este reajuste observado en M3 en septiembre. No obstante, mientras los hogares parecen haber trasvasado fondos de los depósitos a la vista a los depósitos de ahorro a corto plazo, las sociedades no financieras lo hicieron de los depósitos a la vista a los depósitos a corto plazo.

### 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 experimentó un leve descenso y se situó en el 2% en septiembre, desde el 2,2% de agosto. Esta evolución se debió a que las tasas de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado y a las Administraciones Públicas disminuyeron ligeramente (véase cuadro 1). La evolución del crédito al sector público estuvo impulsada por la nueva moderación observada en el ritmo de adquisiciones de valores de este sector por parte de las IFM, reflejando, en cierta medida, el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado se redujo hasta situarse en el 0,9%. Esta evolución estuvo impulsada, principalmente, por la acusada reducción de las tenencias de valores distintos de acciones del sector privado. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no se modificó y permaneció en el 1,2%. Al igual que en meses anteriores, las operaciones de titulización fueron moderadas en septiembre y su impacto sobre el crecimiento de los préstamos al sector privado fue insignificante.

**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 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Ago	2010 Sep
<b>M1</b>	<b>49,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>
Efectivo en circulación	8,3	7,5	6,2	6,4	6,6	6,7	6,0
Depósitos a la vista	40,8	13,3	12,4	11,1	8,0	8,0	5,9
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	39,0	-7,6	-8,2	-8,0	-5,1	-4,6	-2,7
Depósitos a plazo hasta dos años	19,1	-22,0	-22,7	-21,5	-16,1	-15,1	-11,8
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	19,9	15,8	13,3	10,3	8,3	8,1	7,9
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	11,8	-11,4	-11,7	-9,8	-6,6	-5,1	-5,0
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		14,2	9,9	9,0	7,6	7,4	7,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,1	3,7	6,7	6,5	6,2	7,7
Crédito al sector privado		0,9	0,3	0,2	0,7	1,0	0,9
Préstamos al sector privado		-0,6	-0,4	0,2	0,9	1,2	1,2
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		0,3	-0,2	0,2	1,0	1,2	1,3
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>

Fuente: BCE.

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

## 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 del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2009 IV	2010 I	2010 II	2010 III	2010 Ago	2010 Sep
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,6</b>
Hasta un año	24,2	-11,9	-12,3	-10,8	-8,1	-7,9	-6,1
De uno a cinco años	19,7	-0,2	-3,3	-4,5	-3,4	-3,2	-2,3
Más de cinco años	56,2	3,9	3,2	3,1	2,9	2,9	2,7
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>46,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,5	-1,0	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,5	0,2	2,0	3,0	3,4	3,4	3,4
Otras finalidades	16,0	1,9	2,4	2,9	2,8	2,9	3,0
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,8</b>	<b>-12,4</b>	<b>-9,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>5,8</b>	<b>-1,2</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>9,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>

Fuente: BCE.

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

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

2) 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.

El hecho de que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no se modificara ocultó un aumento de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras, aunque en septiembre se mantuvo negativa, en el -0,6%, desde el -1,1% de agosto (véase cuadro 2). Esta mejora se debió a un flujo mensual positivo por segundo mes consecutivo, impulsado principalmente por los préstamos con vencimiento hasta un año. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares experimentó un ligero descenso y se situó en el 2,8%, desde el 2,9% de agosto. Esta evolución reflejó fundamentalmente la disminución general, observada desde la primavera, de los flujos mensuales de préstamos para adquisición de vivienda. La tasa de crecimiento interanual del crédito al consumo pasó a ser más negativa en septiembre, mientras que la de otros préstamos registró un ligero aumento.

Datos recientes proporcionan nueva evidencia de que se ha alcanzado un punto de inflexión en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, es probable que la recuperación de los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras sea moderada, habida cuenta de que, actualmente, la recuperación es desigual en los distintos países y sectores económicos (para más detalles sobre las necesidades de financiación de las empresas detalladas por sectores, véase el recuadro titulado «El papel de los distintos sectores en la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras»). La posibilidad de que algunas empresas estén recurriendo a la financiación interna o a la financiación en los mercados también puede conllevar un menor recurso a los préstamos de las IFM. El hecho de que el crecimiento de los préstamos a los hogares se haya estabilizado recientemente en tasas positivas pero moderadas pone de relieve la fragilidad de la recuperación de la evolución del crédito, dado el entorno actual. Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos por parte de las empresas y los hogares de la zona del euro y de los criterios aplicados por las entidades de crédito en la aprobación de préstamos, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre de 2010». En el recuadro titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del segundo trimestre de 2010», que figura en la sección 2.6, se presenta un análisis más detallado del ahorro, la inversión y la financiación por sectores institucionales.

## Recuadro I

**EL PAPEL DE LOS DISTINTOS SECTORES EN LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRÉSTAMOS DE LAS IFM A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

Una regularidad empírica relacionada con el ciclo de crédito es que los puntos de inflexión del crecimiento interanual de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras muestran un retardo de unos tres a cuatro trimestres<sup>1</sup> con respecto a los del crecimiento del PIB. Los Incrementos observados en los últimos meses en la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras sugieren que esta tasa tocó fondo en el primer trimestre de 2010, lo que sería coherente con las regularidades históricas. No obstante, esas regularidades históricas representan el promedio de los resultados de varios ciclos económicos y de crédito. Por consiguiente, no cabe esperar que se cumplan totalmente en cada uno de los ciclos. Por ejemplo, pueden producirse desviaciones si las diversas ramas de actividad del sector de sociedades no financieras difieren en términos de su propensión a obtener financiación a través de préstamos bancarios, o si su evolución coyuntural presenta grandes desequilibrios o desplazamientos. Considerando lo anterior, se analiza, a continuación, la evolución reciente de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por ramas de actividad, utilizando un conjunto de datos para la zona del euro que, a partir de ahora, el BCE divulgará periódicamente<sup>2</sup>.

**Participación de las distintas ramas de actividad en los préstamos totales a las sociedades no financieras**

Se dispone de datos sobre los préstamos de la zona del euro para diez ramas de actividad seleccionadas. No obstante, a efectos de este trabajo y, para facilitar la comparación con la actividad económica, estas ramas se agrupan en cuatro sectores relativamente amplios<sup>3</sup>. De todos ellos, el sector servicios recibió el porcentaje más elevado de préstamos a las sociedades no financieras entre el primer trimestre de 2003 y el segundo trimestre de 2010 (en promedio, aproximadamente un 68% de los préstamos), seguido de la industria (que representó alrededor del 19%), la construcción (9%) y la agricultura (4%) (véase gráfico A).

Todos estos porcentajes corresponden, grosso modo, a los porcentajes respectivos del valor añadido total. No obstante, se aprecian algunas diferencias, aún teniendo en cuenta el hecho de que las desagregaciones disponibles no son totalmente comparables (dado que las definiciones de los sectores no son idénticas en los dos conjuntos de datos). Concretamente, las participaciones de la construcción y la agricultura en el valor añadido son —con un 6% y un 2%, respectivamente— notablemente menores que en el caso de los préstamos, mientras que ocurre lo contrario con los servicios. Dentro

- 1 Véase el recuadro titulado «Préstamos al sector privado no financiero durante el ciclo económico en la zona del euro» en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2009.
- 2 Para más información sobre el grado de armonización, cobertura y puntualidad de estos datos, véase la nota explicativa de noviembre de 2010, titulada «Loans from monetary financial institutions to non-financial corporations by branch of activity», que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet. Véase también el análisis presentado en el recuadro titulado «Evolución de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras por rama de actividad» en el Boletín Mensual del BCE de diciembre de 2009.
- 3 Las ramas de actividad se han agrupado de la manera siguiente: «agricultura» comprende agricultura, silvicultura y pesca; «construcción» incluye únicamente construcción; «industria» comprende manufacturas, minería y abastecimiento de electricidad, gas y agua, y «servicios» comprende las actividades del sector inmobiliario y administración, comercio al por mayor y minorista, transporte y comunicaciones, así como «otros» servicios. La desagregación de los préstamos a las sociedades no financieras que se emplea en este recuadro no incluye la sección K (servicios financieros y de seguros) ni la sección O (administración pública y defensa, y seguridad social obligatoria) de la clasificación NACE Revisión 2. En el caso de estas dos secciones, se supone que los sectores institucionales correspondientes forman parte, principalmente, del sector de instituciones financieras y del sector de Administraciones Públicas y no del sector de sociedades no financieras.

del sector servicios, la participación de las actividades relacionadas con el sector inmobiliario y la administración de empresas en el volumen total de préstamos es, en particular, mayor que el porcentaje del valor añadido total que representan estas ramas de actividad.

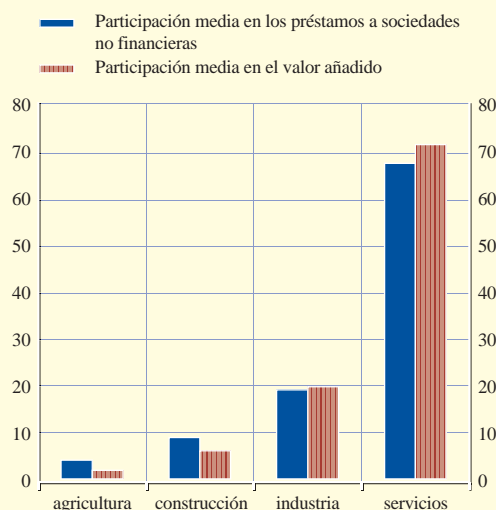
Estas diferencias reflejan las diversas modalidades de financiación y liquidez de cada una de las ramas de actividad, así como el acceso a la financiación de mercado o la posibilidad de recurrir a fondos internos. No obstante, reflejan también la naturaleza del proceso de producción, en el que, por ejemplo, los costes fijos son muy altos en las primeras etapas y solo se dispone de liquidez al final del proceso. Los sectores que, por uno o varios de estos motivos, presentan un alto grado de «intensidad en préstamos» (es decir, una ratio elevada de préstamos bancarios con respecto al valor añadido) son, por ejemplo, la construcción, el sector inmobiliario y la agricultura.

### Contribuciones de los distintos sectores a la evolución reciente de los préstamos totales a las sociedades no financieras

Los últimos datos disponibles sugieren que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las empresas de los sectores de la construcción y la industria podrían haber tocado fondo en el primer trimestre de 2010 y habrían comenzado a repuntar en el segundo trimestre (aunque, en el caso de la industria, se mantienen en valores negativos; véase gráfico B). Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector servicios no solo siguió siendo negativa en el segundo trimestre de 2010, sino que se redujo de nuevo ligeramente. En conjunto, estas contribuciones menos negativas de la construcción y la industria compensaron con creces la contribución más negativa de los servicios. Así pues, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos totales a las sociedades no financieras se incrementó en el segundo trimestre de 2010 y creó expectativas de que se había alcanzado un punto de inflexión en el ciclo de crecimiento de los préstamos (véase gráfico C).

**Gráfico A Participación en los préstamos a sociedades no financieras y en el valor añadido por rama de actividad**

(porcentajes)

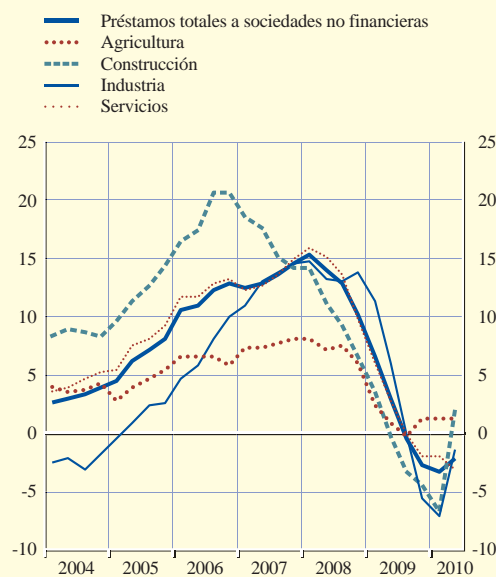


Fuente: BCE.

Notas: Medias del período comprendido entre el primer trimestre de 2003 y el segundo trimestre de 2010. Véase, en la nota 3, una definición precisa de los grandes grupos representados en el gráfico.

**Gráfico B Tasas de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras por rama de actividad**

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Nota: Véase, en la nota 3, una definición precisa de los grandes grupos representados en el gráfico.

Examinando el ciclo económico (medido por la tasa de crecimiento interanual del PIB real), la recuperación que se inició en el primer semestre de 2009 estuvo determinada, en gran medida, por el mayor crecimiento del producto en el sector industrial. Por el contrario, el crecimiento en la construcción fue a la zaga, manteniéndose claramente las tasas negativas en el segundo trimestre de 2010. Esta desigual recuperación contrasta con recuperaciones anteriores —como las registradas a principios de las décadas de 1990 y de 2000, cuando los repentes del crecimiento del producto en la industria y la construcción fueron más acompañados entre sí— y podría haber entrañado un retraso en la recuperación del crecimiento de los préstamos totales a las sociedades no financieras. Concretamente, el hecho de que el sector de la construcción haya ido a la zaga de los otros significa que su contribución al crecimiento de dichos préstamos ha sido insignificante, a diferencia de la notable contribución que cabría haber esperado en vista de la elevada intensidad en préstamos que caracteriza a este sector.

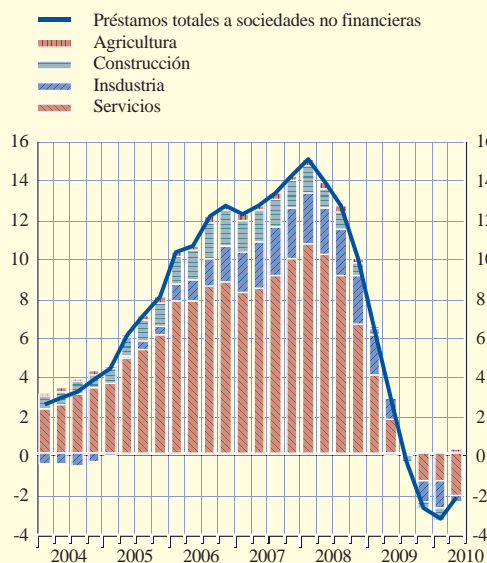
No obstante, el hecho de que la recuperación observada del producto en el sector manufacturero haya sido más acusada de lo normal significa que, a pesar de que este sector registra una menor intensidad en préstamos, la recuperación del crecimiento de los préstamos totales a las sociedades no financieras no ha experimentado retardo en comparación con recuperaciones anteriores. El patrón de crecimiento del producto en los servicios es, en general, coherente con el del crecimiento del valor añadido total, aunque tanto la profundidad de la recesión como la fuerza de la recuperación han sido más moderadas que en el caso de la industria. Dado que la serie temporal de los préstamos por ramas de actividad es relativamente corta, no es posible determinar si el retardo actual que registra el crecimiento de los préstamos al sector servicios en relación con el crecimiento del valor añadido en este sector es una característica normal del ciclo económico. No obstante, parte de este retardo podría deberse al hecho de que la reciente recesión ha tenido un impacto especialmente fuerte sobre ciertas ramas de actividad del sector servicios, como el sector inmobiliario, en las que la intensidad en préstamos es elevada.

### Conclusión

En conjunto, el reciente repunte de la tasa de crecimiento de los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras ha estado determinado, principalmente, por las recuperaciones de los préstamos a empresas en la construcción y la industria. Por el contrario, el crecimiento de los préstamos en el sector servicios sigue yendo a la zaga. No obstante, el sólido crecimiento del producto observado recientemente en los servicios podría alentar pronto a las empresas de este sector a recurrir más a los préstamos, con lo que la recuperación del crecimiento de los préstamos totales podría ser más generalizada y se haría aún más evidente la existencia de un punto de inflexión en el ciclo de los préstamos.

**Gráfico C Contribuciones a la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras por rama de actividad**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: Véase, en la nota 3, una definición precisa de los grandes grupos representados en el gráfico.

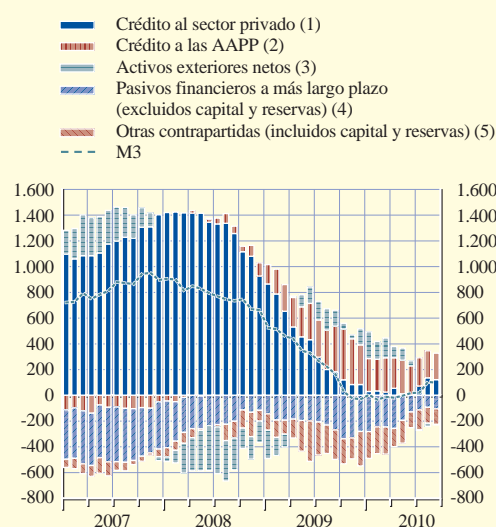
Entre las demás contrapartidas de M3, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) aumentó ligeramente en septiembre, interrumpiendo el descenso general observado desde octubre de 2009. Este incremento está relacionado con el repunte que ha experimentado la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM que mantienen el sector tenedor de dinero. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a más largo plazo se redujo, respaldando la valoración de que los desplazamientos registrados anteriormente desde los depósitos de M3 hacia depósitos a más largo plazo, favorecidos por la acusada pendiente de la curva de rendimientos, han disminuido en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual del capital y las reservas volvió a descender y se situó en el 5,9% en septiembre, desde el 7,5% de agosto.

Por último, en la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron salidas por importe de 2 mm de euros, en términos interanuales, en septiembre, en comparación con una salida por importe de 25 mm de euros en agosto (véase gráfico 7). Estos reducidos flujos netos de salida reflejan la persistencia de flujos interanuales de salida en los activos y pasivos exteriores. No obstante, desde finales de 2009, la contracción de los activos y pasivos exteriores de las IFM de la zona del euro se ha reducido, apuntando provisionalmente a la normalización gradual de su evolución.

En resumen, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado prácticamente no experimentaron variaciones en septiembre. Ambas tasas han repuntado progresivamente en los últimos meses, pero desde una perspectiva histórica siguen estando en niveles relativamente reducidos. El impacto moderador de la acusada pendiente de la curva de rendimientos sobre el crecimiento de M3 está disminuyendo gradualmente, aunque su influencia sigue dando a entender que es probable que el crecimiento monetario subyacente sea más intenso que el crecimiento efectivo de M3. En general, sigue siendo válida la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio plazo, las presiones inflacionistas derivadas de la evolución monetaria son contenidas.

**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.

**Recuadro 2**

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS DE LA ZONA DEL EURO DE OCTUBRE DE 2010**

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2010, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 13 de

septiembre y el 1 de octubre de 2010<sup>1</sup>. En general, el endurecimiento neto de los criterios que se aplican para la aprobación de préstamos a empresas y a hogares observado en el segundo trimestre de 2010 disminuyó en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la demanda neta de préstamos mostró señales contradictorias en los distintos tipos de prestatarios.

### Préstamos y líneas de crédito a empresas

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre de 2010, el porcentaje neto<sup>2</sup> de entidades que indicó que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se habían endurecido se redujo hasta el 4%, desde el 11% del trimestre anterior (véase gráfico A). Esta evolución fue acorde con las expectativas de las entidades participantes en la encuesta tres meses antes. Además, en general, los resultados de la encuesta para este sector fueron homogéneos en los distintos tamaños de empresas. El porcentaje neto de entidades que señaló que los citados criterios se habían endurecido descendió hasta el 7% para los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (pymes) y hasta el 5% para los otorgados a grandes empresas (en comparación con el 14% y el 12%, respectivamente, del trimestre anterior).

Entre los factores determinantes de la evolución general de los citados criterios, las entidades señalaron que su capacidad para acceder a la financiación en los mercados (el 3%, frente al 9% del segun-

- 1 La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 1 de octubre de 2010. El 28 de octubre 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**

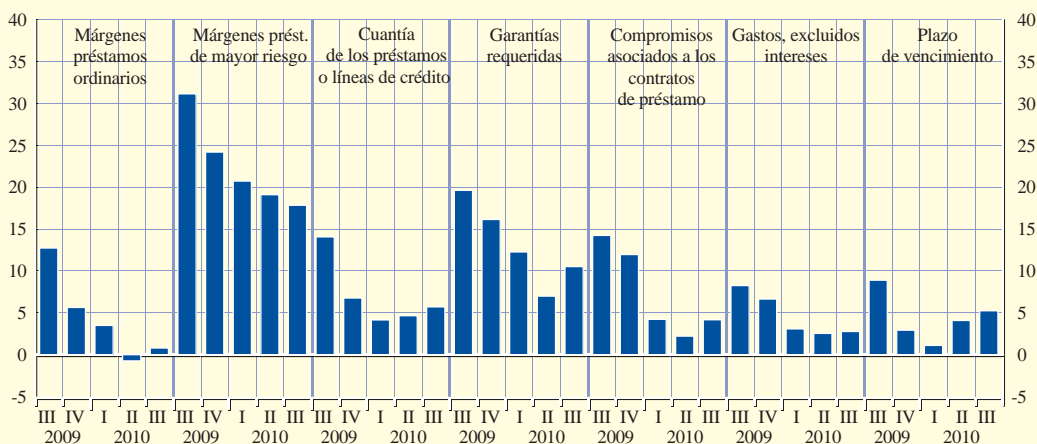
(en porcentaje neto)



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.

## 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».

do trimestre de 2010) y su situación de liquidez (el 1%, frente al 6% tres meses antes) habían contribuido algo menos al endurecimiento neto de los criterios aplicados en la aprobación de préstamos que en la encuesta anterior. En cambio, la contribución de factores relacionados con el ciclo económico (por ejemplo, las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas a sociedades o sectores concretos) al endurecimiento neto de los criterios prácticamente no se modificó en el tercer trimestre de 2010.

En la mayor parte de los casos, la disminución observada en el endurecimiento neto de las condiciones relacionadas con el precio y de otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas desde el segundo semestre de 2008 se interrumpió en el tercer trimestre de 2010 (véase gráfico B). Concretamente, los márgenes de los préstamos ordinarios, las garantías solicitadas y los compromisos asociados a los contratos de préstamo se endurecieron en el tercer trimestre. En los distintos tamaños de empresas, al igual que en el trimestre anterior, los márgenes aplicados a los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas disminuyeron (el -2%, sin variaciones con respecto al segundo trimestre de 2010), mientras que el endurecimiento neto de los márgenes aplicados a los préstamos otorgados a pymes se redujo hasta el 3% (desde el 8% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, en términos netos, las entidades de la zona del euro participantes en la encuesta esperan que el endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas permanezca estable, en general, en el cuarto trimestre de 2010 (en el 5%; véase gráfico A).

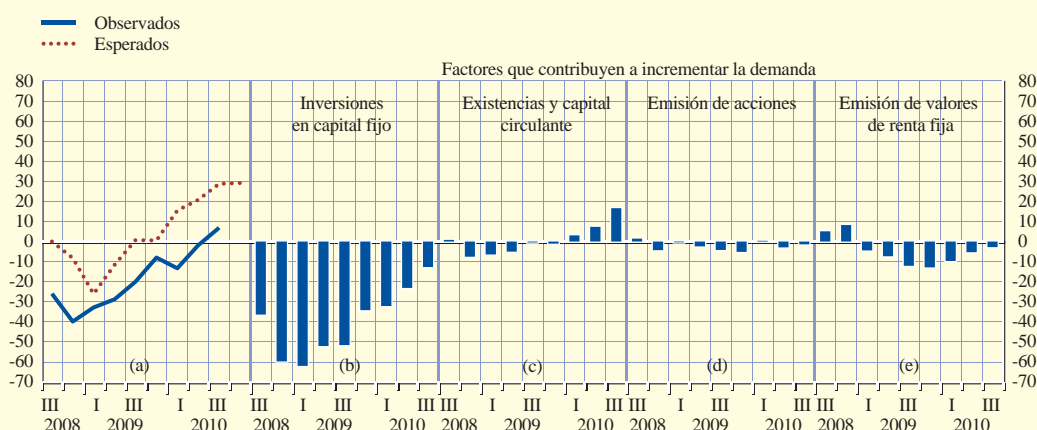
**Demanda de préstamos:** En el tercer trimestre de 2010, la demanda neta de préstamos por parte de empresas<sup>3</sup> pasó a ser positiva (el 7%, en comparación con el -2% del segundo trimestre de 2010 y el -13% del primer trimestre), después de permanecer durante más de dos años en niveles negativos (véase gráfico C). La evolución observada en los distintos tamaños de empresas fue similar. Para los

<sup>3</sup> La demanda neta de préstamos se calcula en base a la diferencia porcentual entre aquellas entidades financieras que han señalado que la demanda de préstamos se ha incrementado y aquellas que han señalado que la demanda de préstamos ha descendido.



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.

préstamos concedidos tanto a pymes como a grandes empresas, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que la demanda neta había sido positiva, del 10% y el 3%, respectivamente (en comparación con el -3% y el -10% de la encuesta anterior).

El principal motivo de la mejora observada en la demanda neta de préstamos por parte de las empresas fue el aumento de las necesidades de financiación de existencias y capital circulante (el 17%, frente al 7% del segundo trimestre de 2010). Al mismo tiempo, la contribución negativa de la inversión en capital fijo pasó a ser algo menos pronunciada. De igual modo, la contribución negativa de la emisión de valores de renta fija y de valores de renta variable también disminuyó ligeramente, reflejo del hecho de que las empresas recurrieron menos a la financiación externa en los mercados financieros.

De cara al futuro, en términos netos, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas siga siendo positiva y que aumente considerablemente en el cuarto trimestre de 2010 (hasta el 29%), especialmente entre las pymes (hasta el 32%) y, en menor medida, entre las grandes empresas (hasta el 21%). De igual modo, las entidades participantes en la encuesta esperan un incremento de la demanda de préstamos tanto a corto como a largo plazo (hasta el 30% y el 21%, respectivamente) en el último trimestre de 2010.

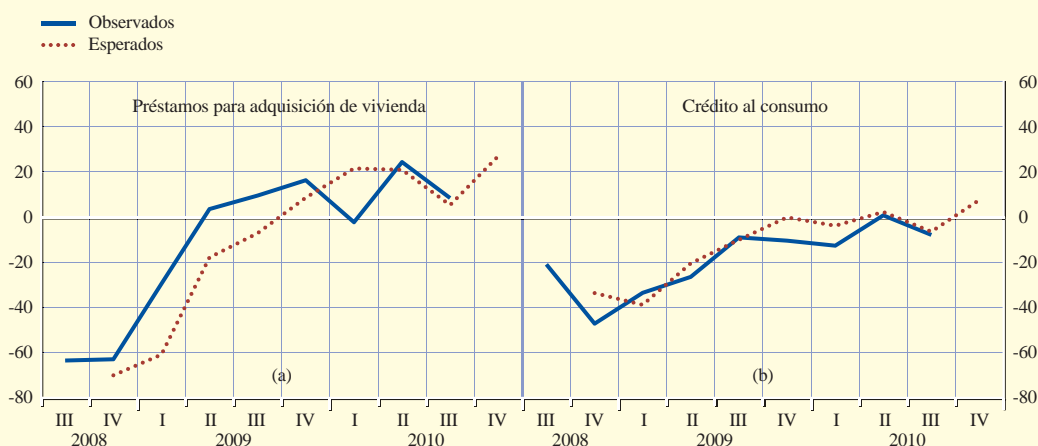
### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En el tercer trimestre de 2010, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios aplicados para la aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo hasta el 0%, desde el 10% de los dos trimestres anteriores (véase gráfico D). En cuanto a los factores determinantes de esta evolución, las entidades señalaron una contribución algo menos pronunciada de los factores relacionados con la percepción de riesgos, como las perspectivas relativas a la actividad económica en general (el 2% en



**Gráfico 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 período 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 indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido cayó hasta el 0%, tras más de dos años de endurecimiento continuado (véase gráfico F). Esta evolución fue algo mejor de lo esperado, ya que las entidades todavía preveían un endurecimiento de los criterios cuando se realizó la encuesta anterior. Al igual que en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda,

**Gráfico 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.

parece que los factores relacionados con la percepción de riesgos desempeñaron un papel importante a la hora de explicar la nueva disminución del endurecimiento neto de los criterios de aprobación de esta modalidad de crédito. Más concretamente, las entidades señalaron una disminución de la contribución de la solvencia de los consumidores (el 4%, desde el 12% del segundo trimestre de 2010) y de las expectativas relativas a la actividad económica (el 5%, desde el 9% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, las entidades esperan una relajación neta de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares (el -4%) en el cuarto trimestre de 2010.

**Demanda de préstamos:** En consonancia con las expectativas, la demanda neta de crédito al consumo disminuyó en el tercer trimestre de 2010, hasta el -8%, desde el 1% de la encuesta anterior (véase gráfico E). Los principales factores determinantes de este descenso estuvieron relacionados con el gasto en bienes de consumo duradero y la mayor competencia de otras entidades.

De cara al futuro, las entidades participantes en la encuesta esperan una demanda neta positiva de crédito al consumo y otros préstamos a hogares en el cuarto trimestre de 2010 (el 8%).

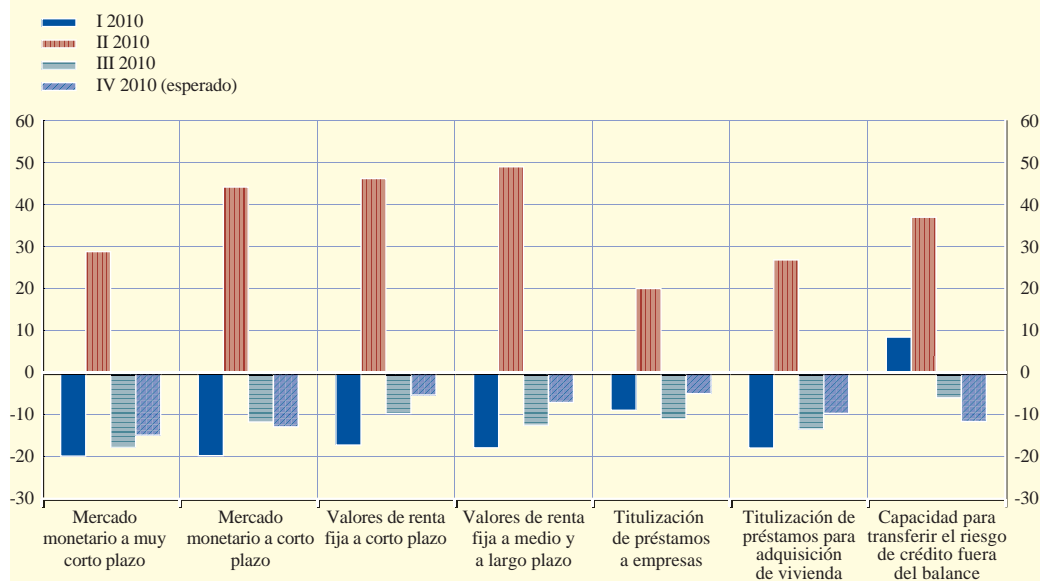
#### **Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros**

Al igual que en encuestas anteriores, en la de octubre 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 a empresas y a hogares en la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, y la medida en que podrían seguir influyendo en el último trimestre del año.

Para el tercer trimestre de 2010, las entidades participantes en la encuesta indicaron que, en general, su acceso a la financiación en los mercados mayoristas había mejorado en todos los segmentos (véase gráfico G). Tras el deterioro registrado en el segundo trimestre del año, en un entorno de renovada preocupación acerca del riesgo soberano, la recuperación observada en el tercer trimestre fue mucho más rápida de lo esperado en la encuesta anterior. En términos netos, en el tercer trimestre de 2010, aproximadamente el 10%-20% de las entidades participantes en la encuesta (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señaló que el acceso a los mercados monetarios había mejorado (en comparación con el 30%-40% de las entidades que en la encuesta anterior había indicado que el acceso a estos mercados se había deteriorado), y alrededor del 10% de las entidades indicó que el acceso a los mercados de valores de renta fija había mejorado (frente al 40%-50% que señaló que las condiciones de acceso a estos mercados se habían deteriorado en el segundo trimestre de 2010). Además, el acceso a la titulización fuera de balance, o real, de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda mejoró en el tercer trimestre de 2010. En términos netos, aproximadamente el 10% de las entidades para las que esta línea de negocio es importante (alrededor del 60% de las entidades encuestadas) manifestó que el acceso a la titulización de los préstamos a empresas y de los préstamos para adquisición de vivienda había mejorado (en comparación con el 20%-30% de las entidades que, en la encuesta anterior, indicó que el acceso a este mercado se había deteriorado). Por otra parte, en términos netos, el 6% de las entidades para las que esta línea de negocio es relevante (que es el caso del 40% de las entidades encuestadas) señaló mejoras en el acceso a la titulización sintética, esto es, la capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance (frente al 37% que indicó un deterioro en el segundo trimestre de 2010).

**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».

Para los tres próximos meses, en términos netos, aproximadamente el 10% de las entidades participantes en la encuesta sigue esperando que el acceso a todos los mercados de financiación mayorista mejore.

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, la variación más reseñable entre el segundo y el tercer trimestre de 2010 es el aumento del porcentaje de entidades que señaló que la crisis financiera prácticamente no había causado ningún impacto sobre el capital (el 37%, desde el 34%). Además, el porcentaje de entidades que indicó que la crisis había causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia se redujo en el tercer trimestre, hasta el 36% desde aproximadamente el 40% del trimestre anterior.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*Tras un prolongado período de moderación, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un ligero repunte en agosto de 2010, impulsada por las emisiones del sector financiero. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas prácticamente no se modificó y se mantuvo en un nivel moderado.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En agosto de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3,7%, desde el 3,3% registrado el mes precedente (véase cuadro 3). Este incremento se produjo tras un prolongado período de moderación, casi un año, de la emisión de valores distintos de acciones. El principal factor determinante de este cambio de

**Cuadro 3 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) 2010 Agosto	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II	2010 Julio	2010 Agosto
		<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>15.803</b>	<b>11,2</b>	<b>9,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>
IFM	5.464	4,0	2,9	1,6	0,5	-0,9	-0,3
Instituciones financieras no monetarias	3.255	25,7	19,6	7,7	3,0	0,3	1,5
Sociedades no financieras	848	13,8	16,5	14,8	15,1	10,2	10,3
Administraciones Públicas	6.235	13,5	12,7	9,9	8,3	7,9	7,7
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	5.806	13,7	12,9	9,9	8,1	7,4	7,2
Otras Administraciones Públicas	428	9,6	10,5	10,5	11,4	15,2	15,5
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>4.119</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
IFM	483	9,3	8,8	8,2	6,6	5,1	5,1
Instituciones financieras no monetarias	308	3,9	2,7	5,4	5,2	4,5	4,1
Sociedades no financieras	3.328	1,6	1,9	1,9	1,5	0,9	1,0

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».

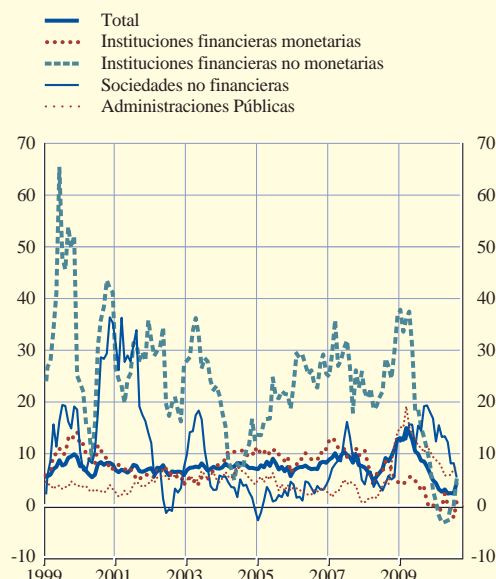
sentido fue el ritmo considerablemente más bajo de contracción de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que se situó en el -4,6%, casi la mitad de la tasa negativa registrada en julio. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo se mantuvo prácticamente estable en agosto, en el 4,8%. La tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, repuntó en agosto, fundamentalmente como consecuencia de las emisiones netas positivas de las IFM (véase gráfico 8). Utilizando la misma medida, la emisión por parte de las Administraciones Públicas prácticamente no experimentó variaciones, mientras que el crecimiento de la emisión por parte de las sociedades no financieras disminuyó.

En los últimos meses, las actividades de refinanciación a tipo de interés fijo han disminuido, aunque siguen siendo intensas en el segmento de valores distintos de acciones a largo plazo, mientras que la emisión de valores a corto plazo ha seguido descendiendo. Mientras, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo ha caído hasta situarse por debajo del 8%. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable continuó disminuyendo ligeramente, hasta aproximadamente el -1%.

La interrupción de la tendencia a la baja de la emisión de valores distintos de acciones registrada en los últimos meses parece tener su origen en varios sectores simultáneamente. La tasa de creci-

**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.

miento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras y por las Administraciones Públicas de la zona del euro prácticamente se estabilizó en agosto. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las sociedades no financieras se mantuvo en un nivel históricamente elevado, del 10,3%.

Pese a las tensiones existentes acerca del riesgo soberano, el endeudamiento del sector público ha aumentado sustancialmente en algunos países. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las Administraciones Públicas se mantuvo elevada en agosto, en el 7,7%. Las altas tasas de crecimiento de la emisión de este tipo de valores refleja la persistencia de unas necesidades de financiación considerables de los sectores públicos de la zona del euro.

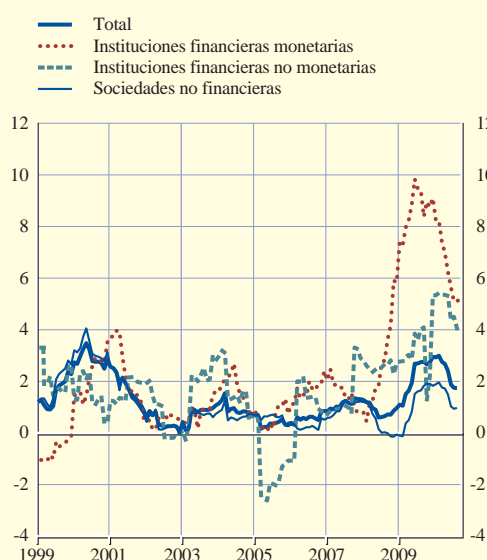
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM continuó siendo negativa y se situó en el -0,3% en agosto, lo que representa un aumento con respecto al -0,8% del mes precedente. Aunque la tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores ha sido negativa desde mayo, la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo por el citado sector volvió a ser positiva en agosto, reflejando cierta mejora en el acceso de las entidades de crédito de la zona del euro a la financiación. La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias también aumentó y se situó en el 1,5%, en agosto, desde el 0,3% del mes anterior.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro permaneció prácticamente estable en agosto de 2010, en el 1,7% (véase gráfico 9). La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM todavía se mantuvo bastante por encima de su media histórica, en el 5,1%, en agosto, aunque continuó moderándose con respecto al máximo registrado en 2009. Esto refleja los esfuerzos de las entidades de crédito por captar capital para reforzar sus balances. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y fue del 1%. La reducida emisión de acciones debe considerarse en un contexto de coste elevado de la financiación mediante este tipo de valores, que después del aumento registrado en mayo ha permanecido próximo a niveles históricamente altos.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en octubre de 2010 y permanecieron en niveles relativamente elevados a principios de noviembre. Durante el período de mantenimiento que comenzó el 12 de octubre de 2010, el EONIA continuó con la tendencia al alza observada desde el

vencimiento de la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año, el 1 de julio de 2010. En consonancia con la disminución gradual del exceso de liquidez en la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo durante el décimo período de mantenimiento de 2010.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron en octubre y principios de noviembre de 2010. El 3 de noviembre, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaban en el 0,85%, el 1,05%, el 1,27% y el 1,54%, respectivamente, es decir, unos 11, 9, 8 y 8 puntos básicos por encima de los niveles registrados el 6 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se redujo alrededor de 3 puntos básicos en ese período, y el 3 de noviembre era de unos 70 puntos básicos (véase gráfico 10).

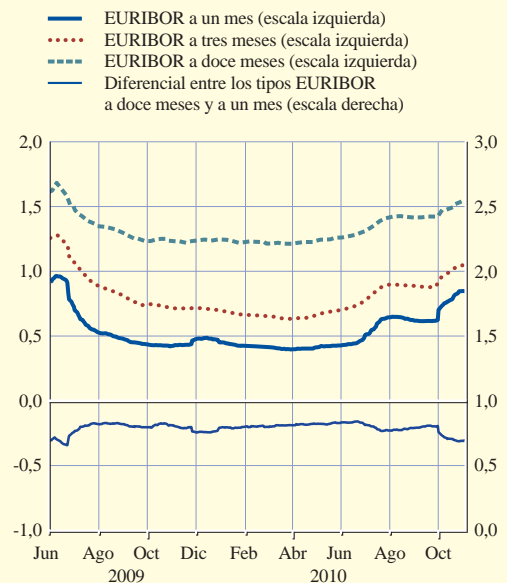
Entre el 6 de octubre y el 3 de noviembre, los tipos de interés del mercado monetario obtenidos del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses aumentaron más que el tipo sin garantías correspondiente. El 3 de noviembre, el tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,814%, unos 11 puntos básicos por encima del nivel observado el 6 de octubre. En consecuencia, el diferencial entre este tipo de interés del mercado monetario y el EURIBOR sin garantías correspondiente se redujo hasta situarse en unos 24 puntos básicos el 3 de noviembre, alrededor de 2 puntos básicos por debajo del nivel del 6 de octubre. Con todo, este diferencial se mantuvo relativamente elevado en comparación con los niveles registrados antes del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros en agosto de 2007.

El 3 de noviembre, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en diciembre de 2010 y en marzo, junio y septiembre de 2011 se situaron en el 1,12%, el 1,24%, el 1,32% y el 1,41%, respectivamente, lo que representa aumentos de unos 8, 12, 14 y 19 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles registrados el 6 de octubre.

La volatilidad del EONIA ha aumentado desde el vencimiento de la operación de financiación a plazo más largo (OFPML) a un año, el 1 de julio de 2010. Durante el período de mantenimiento que comenzó el 12 de octubre, el EONIA aumentó considerablemente, y el 21 de ese mes se situó en el 0,862%, antes de estabilizarse en niveles en torno al 0,60% a principios de noviembre (véase gráfico 11). Este aumento fue consecuencia, fundamentalmente, de la disminución inesperada del exceso de liquidez tras el vencimiento de tres OFPML el 30 de septiembre (una operación a tres meses, otra a seis meses y otra a doce meses) por un importe total de 225 mm de euros. Esa fecha, el valor medio esperado del EONIA

**Gráfico 10 Tipos de interés del mercado monetario**

(porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)

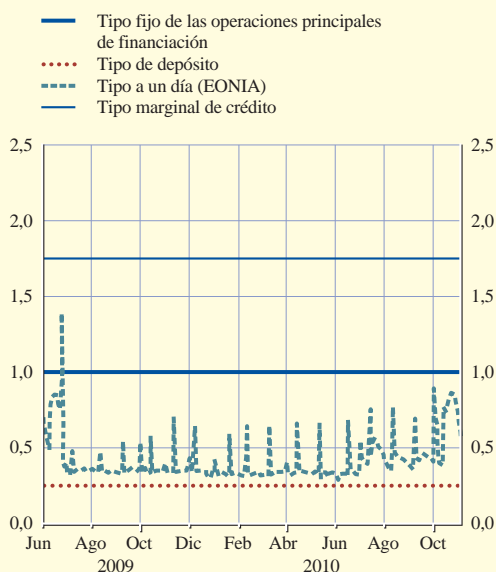


Fuentes: BCE y Reuters.



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

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

para el período de mantenimiento que comenzó el 12 de octubre se incrementó 12 puntos básicos, mientras que los tipos medios esperados para períodos de mantenimiento posteriores registrarían aumentos similares.

En las operaciones principales de financiación realizadas los días 12, 19 y 26 de octubre y 2 de noviembre, el BCE adjudicó 183,4 mm de euros, 184 mm de euros, 186 mm de euros y 178,4 mm de euros, respectivamente. El BCE también realizó dos OFPML en octubre aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas operaciones: una operación a un mes el 12 de octubre (en la que se adjudicaron 52,2 mm de euros) y una operación a tres meses el 27 de octubre (en la que se adjudicaron 42,5 mm de euros). Además, el BCE llevó a cabo cuatro operaciones de absorción de liquidez a una semana aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1,00% los días 12, 19 y 26 de octubre y 2 de noviembre. En la última de estas operaciones,

el BCE absorbió 63,5 mm de euros, que corresponde al importe de las adquisiciones realizadas en el marco del Programa para los Mercados de Valores, teniendo en cuenta las operaciones realizadas hasta el 29 de octubre de 2010, inclusive.

En consonancia con la disminución gradual del exceso de liquidez de la zona del euro, el recurso medio diario a la facilidad de depósito se redujo hasta situarse en 32,8 mm de euros en el período comprendido entre el 12 de octubre y el 3 de noviembre, lo que representa un descenso con respecto a los 69,5 mm de euros registrados en el período de mantenimiento anterior (que finalizó el 11 de octubre).

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En octubre y a comienzos de noviembre de 2010, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro se elevó ligeramente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un aumento de similar magnitud. En algunos países los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro experimentaron pronunciadas fluctuaciones en el período considerado. El rendimiento real de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro se incrementó solo ligeramente y sigue situado en niveles históricamente muy reducidos. Las tasas de inflación implícitas a largo plazo aumentaron moderadamente en relación con los niveles mínimos registrados a finales de septiembre. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se elevó ligeramente a ambos lados del Atlántico.*

En comparación con los niveles observados a finales de septiembre, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó 10 puntos básicos, hasta si-

tuarse en torno al 2,7% el 3 de noviembre. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo registró un incremento similar, situándose alrededor del 2,6% al final del período analizado (véase gráfico 12). En consecuencia, el diferencial de tipos de interés nominales a diez años entre la deuda pública de Estados Unidos y la de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin cambios en -10 puntos básicos entre finales de septiembre y el 3 de noviembre. En Japón el rendimiento de la deuda pública a diez años se situó, al final del período examinado, en el 0,9%, nivel próximo al de finales de septiembre, tras alcanzar, a mediados de octubre, el nivel más bajo registrado en siete años. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se elevó ligeramente en la zona del euro y en Estados Unidos.

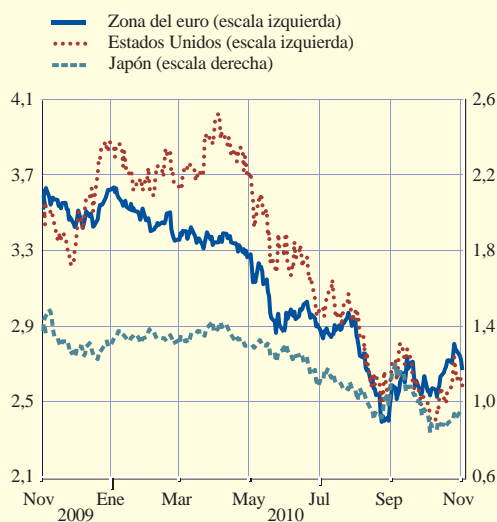
En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a diez años disminuyó a comienzos de octubre, antes de repuntar fuertemente, tras la publicación de datos económicos positivos. A finales de octubre y principios de noviembre, el rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo volvió a descender. A lo largo del período considerado, se observaron repetidos cambios en la percepción de los inversores y analistas de mercado respecto a la amplitud y al momento en que se aplicarían nuevas medidas cuantitativas de relajación por parte de la Reserva Federal. Estos cambios en las expectativas contribuyeron a incrementar la volatilidad del rendimiento de los bonos estadounidenses a largo plazo durante el mes de octubre.

En la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro aumentó entre finales de septiembre y comienzos de noviembre, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos, como una subida mayor de lo esperado del índice de sentimiento económico de la Comisión Europea. Mientras que el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro y el de los bonos estadounidenses a largo plazo registraron una evolución prácticamente similar durante el período analizado, el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro mostró una volatilidad algo menor que la de los bonos estadounidenses.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de la mayor parte de los países de la zona del euro frente a Alemania se estrecharon, en comparación con los niveles de finales de septiembre. Al mismo tiempo, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana griega, irlandesa y portuguesa mostraron una elevada volatilidad durante el período examinado. En efecto, tras reducirse en unos 170, 75 y 85 puntos básicos, respectivamente, hasta mediados de octubre, tras la mejora del clima de los mercados, volvieron a ampliarse, ante la renovada inquietud respecto a la aplicación y el éxito de las medidas encaminadas a alcanzar los objetivos de déficit presupuestario. Entre mediados de octubre y el 3 de noviembre, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana a largo plazo aumentaron en unos 195, 135 y 70 puntos básicos en Grecia, Irlanda y Portugal, respectivamente. En consecuencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana portuguesa se redujeron, en

**Gráfico 12 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentaje; datos diarios)



Fuentes: Bloomberg y Reuters.

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

conjunto, en unos 15 puntos básicos, mientras que los de la deuda soberana griega e irlandesa se ampliaron en unos 20 y 55 puntos básicos, respectivamente, en comparación con los niveles de finales de septiembre.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo, en general, estable, mientras que el rendimiento real a cinco años aumentó en 10 puntos básicos (véase gráfico 13). El 3 de noviembre, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años se situó en el 0,2% y el 0,9%, respectivamente, es decir, en niveles ligeramente superiores a sus mínimos históricos.

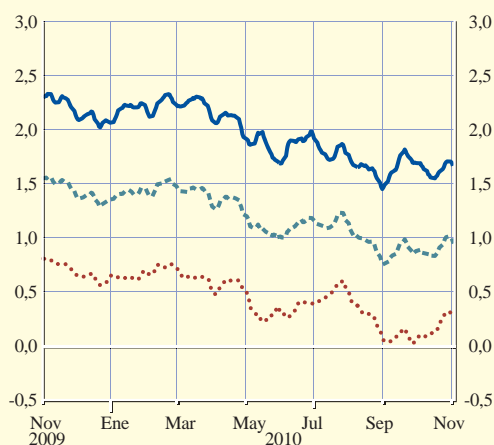
En comparación con sus niveles de finales de septiembre, la tasa de inflación implícita *spot* a cinco años apenas experimentó cambios, mientras que la tasa a diez años se elevó unos 5 puntos básicos (véase gráfico 14). El 3 de noviembre, las tasas de inflación implícitas a cinco y diez años se situaron en el 1,6% y el 1,8%, respectivamente. Este moderado aumento de la pendiente de la curva de tasas de inflación implícitas *spot* supuso un incremento de 15 puntos básicos de la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años, con respecto al reducido nivel de finales de septiembre, situándola en el 2,1% a principios de noviembre. Las tasas de inflación implícitas obtenidas de los *swaps* reflejaron un nivel similar de las expectativas de inflación y de las correspondientes primas de riesgo.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo los cambios en el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación crediticia AAA de la zona del euro pueden descomponerse entre las variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las correspondientes primas de riesgo) a distintos plazos (véase gráfico 15). Se observa que el moderado incremento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo se reflejó en un ligero desplazamiento al

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

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

- Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años dentro de cinco años
- ..... Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a cinco años
- - - Rendimiento de los bonos indicados con la inflación a diez años

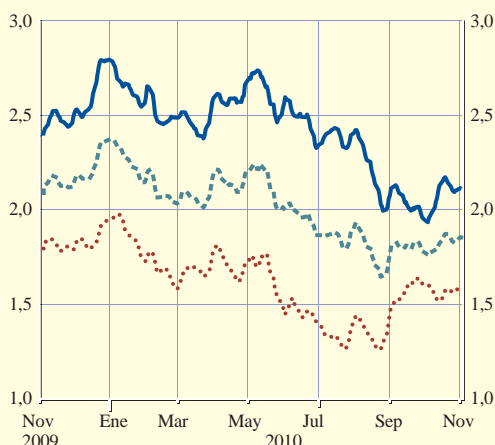


Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

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

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

- Tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años
- ..... Tasa de inflación implícita a cinco años
- - - Tasa de inflación implícita a diez años



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

alza de la curva *forward*, que fue relativamente más pronunciado en los plazos más cortos.

Los diferenciales de renta fija privada de alta calidad se mantuvieron prácticamente sin cambios en relación con sus niveles de finales de septiembre, mientras que los de la deuda de baja calidad de los sectores financiero y no financiero disminuyeron en alguna medida. En general, los niveles de los diferenciales registrados actualmente en todos los sectores y calificaciones crediticias todavía se mantienen ligeramente por encima de los valores observados antes de la crisis.

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

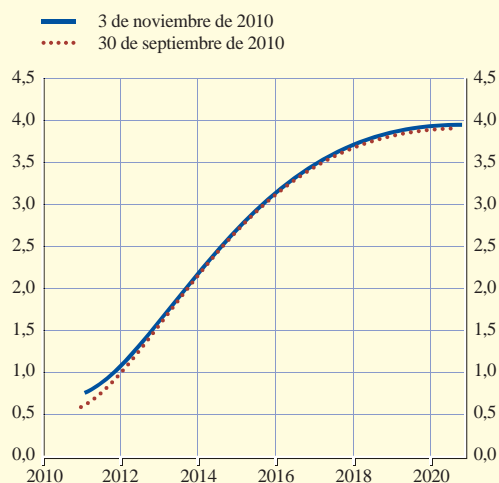
*En septiembre de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM a los hogares y a las sociedades no financieras, al igual que la mayoría de los plazos de vencimiento, registraron un descenso. Esta evolución interrumpió el aumento observado en los últimos meses.*

En septiembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras aumentaron. La mayor parte de los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a estos dos sectores experimentaron un ligero descenso, interrumpiendo los aumentos registrados en los dos últimos meses (véase gráfico 16). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron una leve reducción y se situaron en el 2,8%. Los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares se mantuvieron prácticamente estables, en el 8,7%, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, registraron un alza de 18 puntos básicos, hasta el 5,6%, invirtiendo la disminución del mes anterior. En el caso de las sociedades no financieras, tanto los tipos a corto plazo aplicados por las entidades a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) como los aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) experimentaron una ligera caída y se situaron en el 3,3% y el 2,3%, respectivamente. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta permanecieron en el 3,8%. Desde que el EURIBOR se redujera 2 puntos básicos en septiembre de 2010, el diferencial entre los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda y el tipo de interés a tres meses del mercado monetario se han estrechado levemente, mientras que el diferencial frente a los tipos aplicados a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras no se ha modificado (véase gráfico 17).

Si se adopta una perspectiva a más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, justo antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y finales de septiembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los

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

(porcentaje; datos diarios)



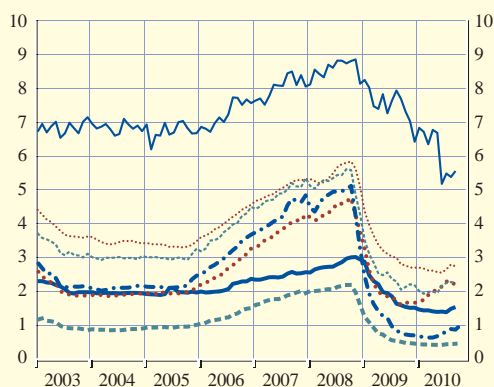
Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Rating (calificaciones crediticias).

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.

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

(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



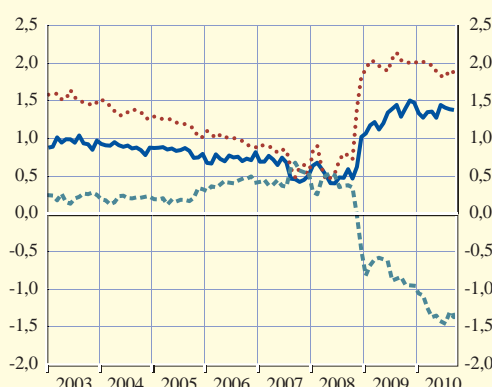
Fuente: BCE.

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

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

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

- 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
- Préstamos a hogares para adquisición de vivienda sin fijación del tipo y un período inicial de fijación inferior o igual a un año
- - - - Depósitos hasta un año de los hogares



Fuente: BCE.

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

concedidos a las sociedades no financieras han disminuido 306 y 326 puntos básicos, respectivamente, frente a un descenso de 415 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, e indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos ha sido significativa. Aunque los tipos a corto plazo aplicados a los préstamos otorgados a los hogares y a las sociedades no financieras experimentaron un ligero descenso en septiembre, en general han mostrado una tendencia al alza en los últimos meses, lo que proporciona una indicación de que es posible que la transmisión de las anteriores reducciones de los tipos de interés del BCE haya concluido.

En cuanto a los vencimientos a más largo plazo, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo experimentaron un descenso en septiembre de 2010. De igual modo, los tipos de interés a más largo plazo aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras y a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron (véase gráfico 18). Más concretamente, los tipos de interés 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, así como aquellos con período inicial de fijación del tipo de más de diez años, registraron una ligera caída y se situaron en el 3,8% y el 3,7%, respectivamente. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido concedidos a las sociedades no financieras

con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años y aquellos con período inicial de fijación de más de cinco años apenas disminuyeron, situándose en el 4,1% y el 3,8%, respectivamente. Los tipos medios aplicados a los préstamos por importe elevado cayeron 20 puntos básicos, hasta el 2,7% para los préstamos con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años, y de 13 puntos básicos, hasta el 3,5%, en el caso de préstamos con un período inicial de fijación de más de cinco años.

Desde una perspectiva a más largo plazo, desde 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 rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA. 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 período, reflejando una transmisión menos completa y más lenta en el caso de los hogares, y posiblemente también una mayor preocupación acerca del riesgo de crédito en algunas partes de la zona del euro. Desde el segundo trimestre de 2010, los tipos de interés a largo plazo han continuado disminuyendo en el caso de los préstamos a hogares, aunque mucho menos que los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA, cuyos descensos han estado impulsados, en gran medida, por la búsqueda de activos más seguros. En lo que respecta a las sociedades no financieras, pese al descenso observado en septiembre, los tipos de interés a largo plazo de los préstamos han estado aumentando en los últimos meses.

La caída de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a los préstamos en septiembre interrumpió el aumento del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos observado en los nuevos préstamos en los últimos meses. Los diferenciales medios basados en los saldos vivos han descendido gradualmente desde principios de 2010, aunque han permanecido en niveles prácticamente similares a los registrados en el período correspondiente de 2009. Unos márgenes relativamente estables contribuirán positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

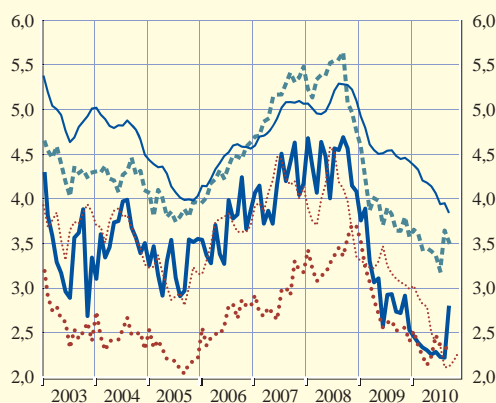
## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, los precios de las acciones siguieron aumentando en la zona del euro y en Estados Unidos, registrando una subida del 3% y el 5%, respectivamente, tras la publicación de datos económicos generalmente positivos, especialmente en relación con los beneficios

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

(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



Fuente: BCE.

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

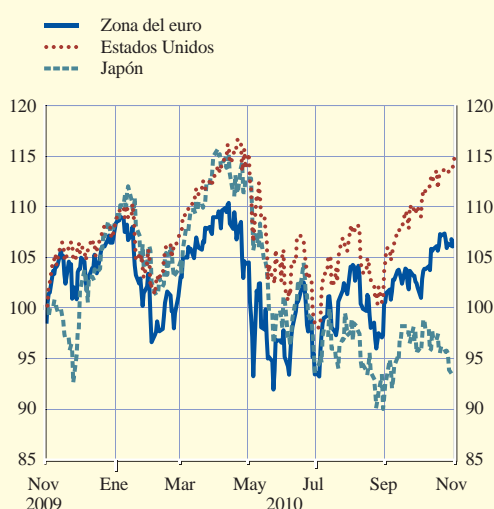
obtenidos en el tercer trimestre por las empresas cotizadas de Estados Unidos. Al mismo tiempo, las tensiones observadas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro y la incertidumbre de los inversores respecto a la amplitud y al momento en que se aplicarían medidas cuantitativas de relajación adicionales por parte de la Reserva Federal pueden haber seguido pesando negativamente sobre la valoración de las acciones. En general, la incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, disminuyó ligeramente a escala internacional.

En el transcurso del mes de octubre y a comienzos de noviembre, los precios de las acciones siguieron elevándose en la zona del euro y en Estados Unidos, aunque a un ritmo algo más lento que en septiembre. Entre finales de septiembre y el 3 de noviembre, en la zona del euro el índice Dow Jones EURO STOXX amplio subió un 3%, mientras que en Estados Unidos el índice Standard & Poor's 500 aumentó un 5% (véase gráfico 19). Por el contrario, en Japón el índice Nikkei 225 bajó ligeramente. La incertidumbre a corto plazo de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre acciones, se redujo levemente en los mercados internacionales (véase gráfico 20).

A ambos lados del Atlántico, en octubre y a principios de noviembre en los precios de las acciones influyeron favorablemente la publicación de datos macroeconómicos generalmente positivos y los sólidos datos de beneficios obtenidos por las empresas estadounidenses en el tercer trimestre. Sin embargo, después de la segunda mitad de octubre la intensificación de las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana de la zona del euro incidió negativamente en el clima de los mercados y, por ende, en la valoración de las acciones, especialmente en la zona del euro. Otro posible factor moderador

**Gráfico 19 Índices bursátiles**

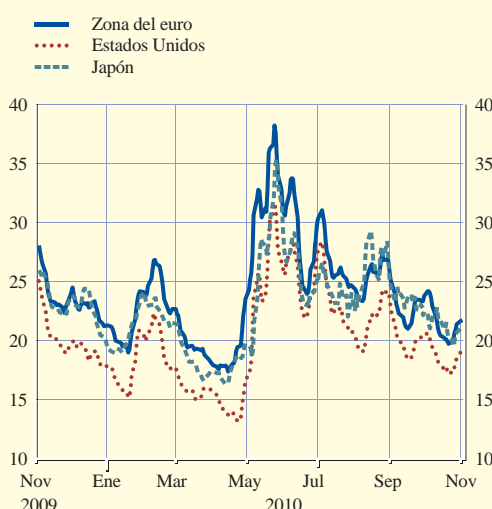
(índice: 1 de noviembre de 2009 = 100; datos diarios)



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**

(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.

fue la incertidumbre respecto a la amplitud y al momento en que se aplicarían medidas cuantitativas de relajación adicionales por parte de la Reserva Federal.

En comparación con los índices generales, las acciones del sector financiero mostraron una tendencia más moderada a ambos lados del Atlántico. Las acciones del sector bancario bajaron ligeramente en la zona del euro y cayeron en Estados Unidos en más del 6% en dos días a mediados de octubre. Los inversores temieron que algunos bancos tuvieran que soportar los elevados costes de los litigios relacionados con sus procedimientos de ejecución de créditos hipotecarios fallidos.

En la zona del euro, la subida de las acciones fue resultado del sólido crecimiento de los beneficios efectivos y esperados de las empresas cotizadas. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron en tasa interanual un 24% en octubre, frente al 21% de septiembre. El crecimiento de los beneficios por acción se observó de forma generalizada, ya que fue positivo en casi todos los sectores. Los encuestados sitúan el crecimiento de los beneficios por acción esperado en los próximos doce meses en torno al 18%. En el recuadro 3 se proporciona información sobre la situación financiera y las necesidades de financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro entre marzo y septiembre de 2010.

### Recuadro 3

#### RESULTADOS DE LA «ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DE LA ZONA DEL EURO»

En este recuadro se presentan los resultados de la tercera ronda de la «Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas de la zona del euro»<sup>1</sup>. En la encuesta, que se realizó entre el 27 de agosto y el 22 de septiembre de 2010, participaron 5.312 empresas de la zona del euro<sup>2</sup>. En el recuadro se resumen los resultados de la encuesta y se facilita información sobre las necesidades de financiación, la situación financiera y el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro, en comparación con las grandes empresas, en los seis meses anteriores (es decir, aproximadamente, de marzo a septiembre de 2010).

#### Las necesidades de financiación externa de las pymes de la zona del euro aumentaron moderadamente

Las empresas de la zona del euro señalaron, en general, que las necesidades de financiación externa habían aumentado, aunque de forma moderada. En conjunto, la necesidad de recurrir a préstamos bancarios en el período comprendido entre marzo y septiembre de 2010 creció a un ritmo más lento que el indicado en encuestas anteriores: un porcentaje neto del 3% de las pymes vio aumentar sus necesidades de financiación bancaria (en comparación con el 16% en la segunda mitad de 2009). Mientras tanto, la necesidad de recurrir a la financiación entre empresas relacionadas se

1 Para más información, véase la encuesta «Survey on the access to finance of SMEs in the euro area», del BCE, de 22 de octubre de 2010, disponible en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). Esta encuesta se elaboró en colaboración con la Comisión Europea, y cada dos años el BCE y la Comisión Europea llevan a cabo conjuntamente una ronda de la encuesta. Cada seis meses, la encuesta es organizada exclusivamente por el BCE y en ella se repite una parte del cuestionario general a fin de valorar la evolución reciente de las condiciones de financiación de las empresas de la zona del euro. Así se hizo en la ronda más reciente de la encuesta.

2 Las pymes incluyen las microempresas (entre 1 y 9 empleados), las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) y las medianas empresas (entre 50 y 249 empleados). Las grandes empresas, que también se incluyen en la muestra, son aquellas con 250 o más empleados.



incrementó ligeramente (véase gráfico A). La inversión en capital fijo, las existencias y el capital circulante, así como la disponibilidad de fondos internos, contribuyeron al crecimiento reducido de las necesidades de financiación.

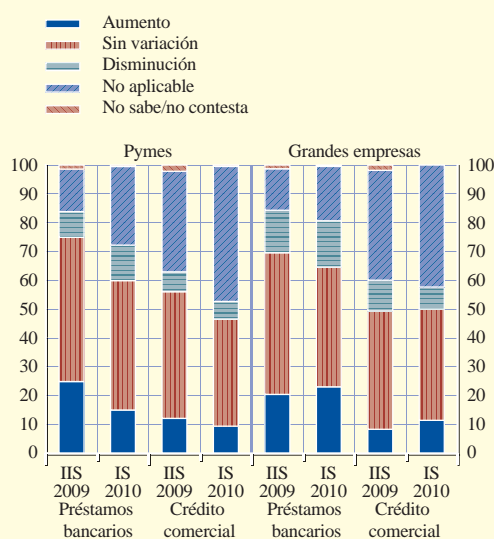
En contraposición con las pymes, las grandes empresas indicaron un notable incremento de las necesidades de financiación, en particular para existencias y capital circulante (en línea con la reactivación de la actividad) y para fusiones y adquisiciones.

### La situación financiera de las pymes continuó siendo más difícil que la de las grandes empresas

En general, en comparación con rondas anteriores de la encuesta, la situación financiera general de las pymes de la zona del euro mejoró en el período comprendido entre marzo y septiembre de 2010, aunque no tanto como la de las grandes empresas. En relación con estas rondas anteriores, un porcentaje significativamente menor de pymes de la zona del euro declaró descensos en sus cifras de negocio y un porcentaje más elevado señaló aumentos en los seis meses previos a la realización de la encuesta (véase gráfico B). Ello representa una perceptible mejora con respecto a los resultados de la ronda anterior (relativa al segundo semestre de 2009). También es buena señal para la reactivación de la actividad que se ha observado y que han puesto de manifiesto los datos de producción industrial y de crecimiento del PIB real desde comienzos de año. Sin embargo, la situación de las pymes en relación con los beneficios se ha seguido deteriorando durante el período de referencia, aunque a un ritmo menor que en las dos rondas precedentes de la encuesta, y un porcentaje neto del 21% de pymes de la zona del euro informó de una reducción de beneficios. Este hecho podría relacionarse con un apreciable aumento de los costes de producción (tanto costes laborales como otros costes) percibidos por los participantes en la encuesta entre marzo y septiembre de 2010.

### Gráfico A Necesidades de financiación externa de las empresas de la zona del euro

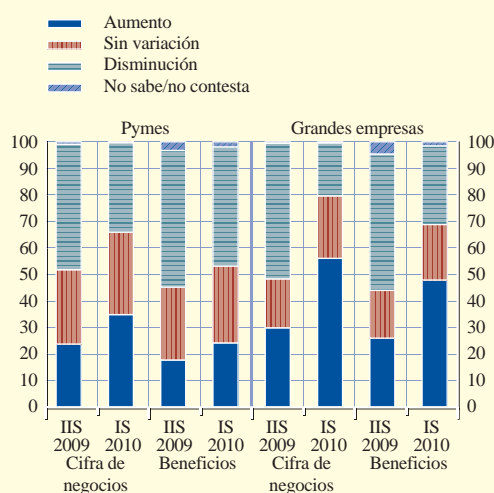
(variación respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de encuestados)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.  
Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

### Gráfico B Indicadores de la situación financiera de las empresas de la zona del euro

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



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.  
Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

Las grandes empresas parecen estar significativamente mejor que las pymes en varios aspectos. El porcentaje neto de empresas que ha señalado un incremento de las cifras de negocios ha sido del 36% (frente a solo el 1% de pymes), y el crecimiento neto de los beneficios parece haberse reanudado entre marzo y septiembre de 2010. En el caso de las grandes empresas, la recuperación parece haberse producido de forma generalizada en todos los sectores de la economía. Sin embargo, en el caso de las pymes, solo aquellas con actividad industriales de carácter más cíclico ha informado de una mejora clara y positiva, mientras que las empresas constructoras y de servicios seguían yendo a la zaga entre marzo y septiembre de 2010.

### Las solicitudes de préstamos bancarios tuvieron algo más de éxito

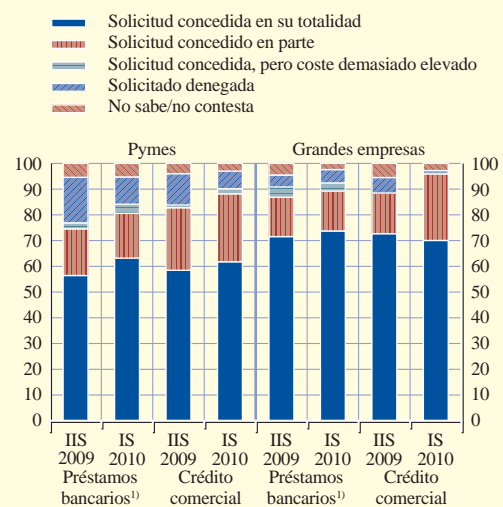
Un número menor de pymes que en rondas anteriores de la encuesta solicitaron préstamos bancarios en los seis meses previos a la realización de la última encuesta, sobre todo porque casi la mitad de las pymes de la zona del euro consideraron que disponían de financiación interna suficiente. De hecho, cabe la posibilidad de que las pymes de la zona hayan seguido desapalancándose en los últimos trimestres, ya que su ratio de deuda en relación con los activos siguió descendiendo según los resultados de la encuesta. El 11% de los participantes informaron de que no habían estado endeudados en los seis meses precedentes (casi el doble que en la encuesta anterior). El porcentaje de empresas que no habían solicitado un préstamo por temor a que su solicitud fuera denegada se mantuvo prácticamente sin cambios en el 6%.

En lo que se refiere al resultado de las solicitudes de préstamos bancarios, la tasa de solicitudes denegadas se redujo de modo significativo con respecto a la anterior ronda de la encuesta (del 18% en el segundo semestre de 2009 al 11% entre marzo y septiembre de 2010). Además, el número de pymes de la zona a las que se les concedió el total del importe solicitado aumentó de forma apreciable (el 63% en la última ronda, frente al 56% en el segundo semestre de 2009). La situación de las grandes empresas también mejoró en líneas generales a este respecto, pero de manera mucho menos marcada que en 2009. En concreto, la tasa de solicitudes de préstamos bancarios denegadas en el caso de las grandes empresas (5%) fue considerablemente más baja que la de las pymes. Las fuentes de financiación alternativa y, especialmente, el crédito comercial, siguieron pautas similares entre marzo y septiembre de 2010. Como resultado, las cuestiones relacionadas con «el acceso a la financiación» pasaron del segundo al tercer lugar en el ranking de los problemas más graves de las pymes.

### La disponibilidad de financiación externa

### Gráfico C Resultados de las solicitudes de financiación externa de las empresas de la zona del euro

(variación respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios o crédito comercial)



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

Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

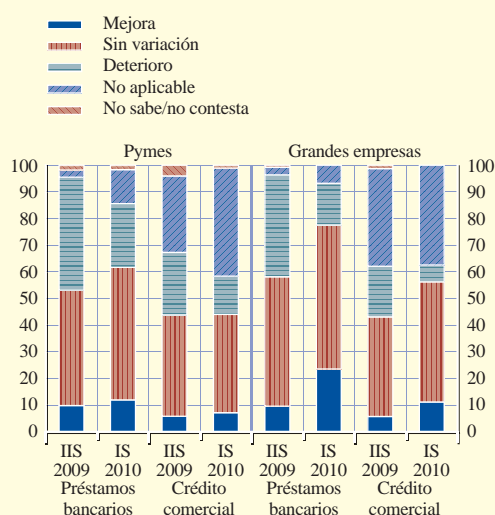
1) Nuevos o renovaciones.

### se deterioró, pero mucho menos que en 2009

La disponibilidad de préstamos bancarios (nuevos préstamos o la renovación de préstamos ya existentes) para las pymes continuó deteriorándose entre marzo y septiembre de 2010. El 24% de las pymes indicó un empeoramiento de la disponibilidad de la financiación externa, mientras que el 12% señaló una mejora (véase gráfico D). Sin embargo, este deterioro fue considerablemente menos acusado que el que se produjo durante 2009 e incluso menos agudo en aquellos sectores en los que la actividad económica está repuntando con más fuerza, sobre todo en la industria. Se observa un cuadro similar en la disponibilidad del crédito comercial, donde el deterioro percibido se moderó en gran medida en el período de referencia. Por el contrario, la valoración de las grandes empresas de la zona del euro fue claramente positiva y mostró una mejora de la disponibilidad de fuentes de financiación externa.

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

(variación respecto a los seis meses anteriores; porcentaje de empresas que han solicitado financiación externa)



Fuente: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso a la financiación de las pymes.  
Nota: El primer semestre (IS) de 2010 corresponde al período comprendido entre marzo y septiembre de 2010.

### Recuadro 4

#### CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010<sup>1</sup>

Las cuentas integradas de la zona del euro 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. Las cuentas publicadas el 28 de octubre de 2010, con datos hasta el segundo trimestre de 2010, incluyen por primera vez los activos no financieros del sector privado. Estos datos muestran señales adicionales de normalización en la zona del euro. La tasa de ahorro de los hogares siguió descendiendo (debido, en parte a que se invirtió el fuerte aumento que se había observado desde el inicio de la crisis), mientras que el crecimiento de las rentas se vio favorecido nuevamente por las rentas del trabajo y del capital (más que por la redistribución pública de la renta). Las sociedades no financieras volvieron a tener una posición deudora neta, en términos trimestrales, debido a un aumento de la formación de capital. En contraposición, los flujos nominales mantuvieron, en general, su debilidad (la renta de los hogares se redujo en términos reales) y las sociedades continuaron acumulando reservas de capital a través de los beneficios no distribuidos. Las pautas de desintermediación en favor de la financiación directa con instrumentos de mercado se mantuvieron en todos los sectores, si bien se moderaron ligeramente, ya que el apetito por el riesgo se vio frenado en el contexto de las tensiones que se observaron en la deuda soberana.

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

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

La tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible siguió elevándose en el segundo trimestre de 2010, hasta el 3,7%, frente al 1,3% del trimestre anterior, (véase gráfico A), pues el valor añadido aumentó fuertemente. Este aumento fue generalizado en todos los sectores. Los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras continuaron creciendo en un contexto de acumulación de reservas de capital y de liquidez. La variación interanual de la renta de las Administraciones Públicas pasó a ser positiva tras siete trimestres sucesivos de reducciones. El crecimiento de la renta de los hogares se aceleró como consecuencia del incremento de la remuneración de los asalariados. A pesar de ello, mantuvo su debilidad y continuó contrayéndose en términos reales, debido a unos precios de consumo más dinámicos.

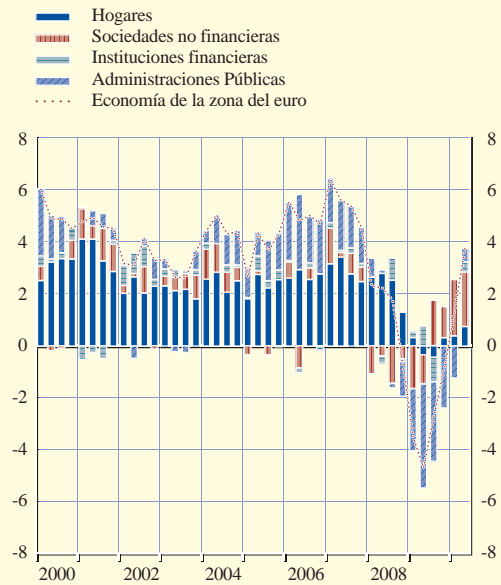
Por vez primera desde 2007, la expansión de la renta se tradujo en un aumento del ahorro bruto de la zona, que se vio reflejado en la persistencia de unos elevados beneficios empresariales no distribuidos, así como en una desaceleración del descenso del ahorro público. Por el contrario, y a pesar del aumento observado en la renta de los hogares, el ahorro de este sector cayó de nuevo, ya que el consumo siguió creciendo también en términos reales, aunque a un ritmo más lento que en el trimestre anterior. La tasa de ahorro de los hogares (desestacionalizada) se redujo por quinto trimestre consecutivo, hasta situarse en el 14,3%.

La formación bruta de capital fijo, en particular del capital empresarial, se recuperó hasta alcanzar un crecimiento interanual positivo, tras seis trimestres de valores negativos. Al mismo tiempo, el ritmo de reducción de las existencias siguió desacelerándose, lo que provocó un fuerte aumento positivo del total de la formación de capital (del 7,5%, tras cinco trimestres de crecimiento negativo).

Al igual que en el trimestre anterior, la dinámica del ahorro fue más vigorosa que la de la formación de capital, lo que contribuyó a que se produ-

### Gráfico A Renta bruta disponible de la zona del euro y contribuciones sectoriales

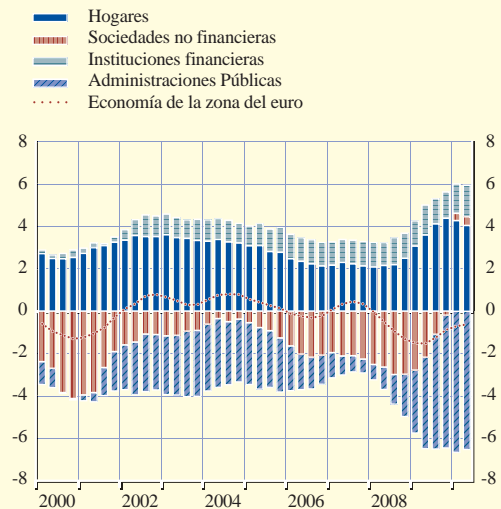
(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales)



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.

jera un nuevo descenso del déficit por cuenta corriente de la zona del euro (hasta el 0,6% del PIB, en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres, véase gráfico B). Desde un punto de vista sectorial, este descenso es reflejo de una reducción del déficit público y de un incremento del exceso de beneficios empresariales no distribuidos en relación con la formación de capital de las sociedades (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres), aunque mucho más moderado que en el trimestre anterior. Sin embargo, la capacidad de financiación de los hogares se redujo a causa de la disminución del ahorro y del aumento de la inversión residencial. Al igual que en los trimestres anteriores y como consecuencia del peso del déficit público, la financiación del déficit por cuenta corriente siguió estando dominada por los flujos de entrada netos en valores distintos de acciones.

### Evolución de los sectores institucionales

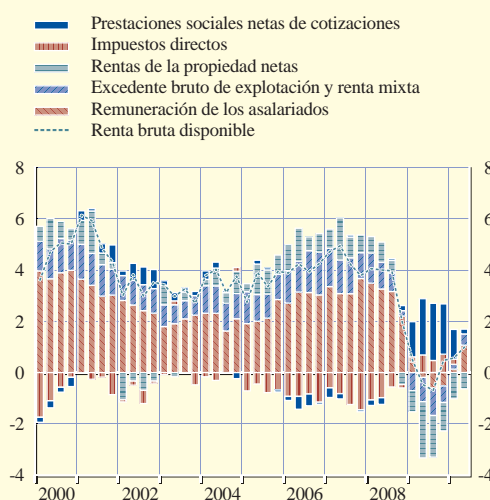
El crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de los hogares llegó al 1%, frente al 0,6% del trimestre anterior, (véase gráfico C), como consecuencia de la mejora que se observó en la remuneración de los trabajadores, de los dividendos y de los intereses netos obtenidos. En cambio, la contribución de las prestaciones sociales al crecimiento de la renta fue inferior a la del trimestre anterior, mientras que la reducción de impuestos siguió moderándose, como reflejo de la desaparición gradual de los efectos de los estabilizadores fiscales automáticos. La conjunción de estas dinámicas opuestas dio lugar a que, en el crecimiento de la renta, la contribución de la renta generada directamente por las actividades empresariales (principalmente, la remuneración de los asalariados y el pago de dividendos) fuera mayor y superara a la contribución de la redistribución pública de la renta por primera vez desde 2008.

Como en el trimestre anterior, el débil incremento de la renta nominal de los hogares siguió siendo menor que la subida de los precios de consumo, lo que provocó una nueva reducción de la renta real. Además, el crecimiento más intenso del consumo (2,4%) y la recuperación de la inversión no financiera (que volvió a mostrar un crecimiento interanual positivo tras dos años de descensos) dio lugar a una caída adicional de la capacidad de financiación de los hogares. Esta caída se vio reflejada en un moderado incremento de la financiación mediante préstamos y en una disminución de la inversión financiera (de 0,2 puntos porcentuales, véase gráfico D), lo que reflejaba, en definitiva, un desplazamiento de las carteras hacia el capital inmobiliario. Los significativos desplazamientos de cartera hacia activos no monetarios observados desde finales de 2008 continuaron (si bien se redujeron ligeramente a causa de una menor inversión en participaciones en fondos de inversión), contribuyendo negativamente los depósitos a la inversión financiera, mientras que los pasivos de los inversores institucionales contribuyeron positivamente.

El crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras alcanzó un nuevo récord en el segundo trimestre de 2010 (9,5%), como consecuencia de la vigorosa evolución

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

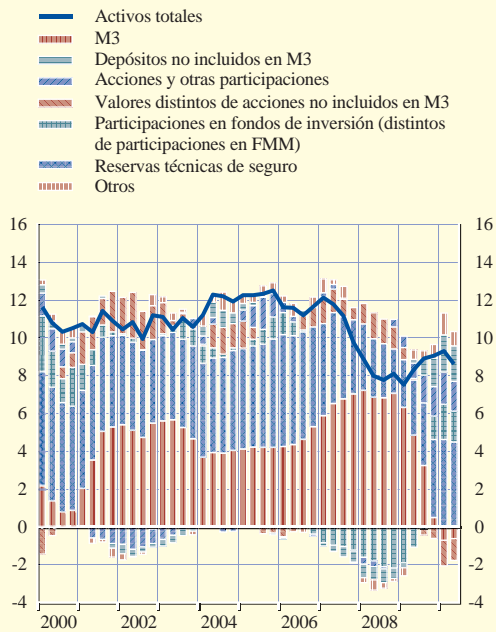
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

### Gráfico D Inversión financiera de los hogares

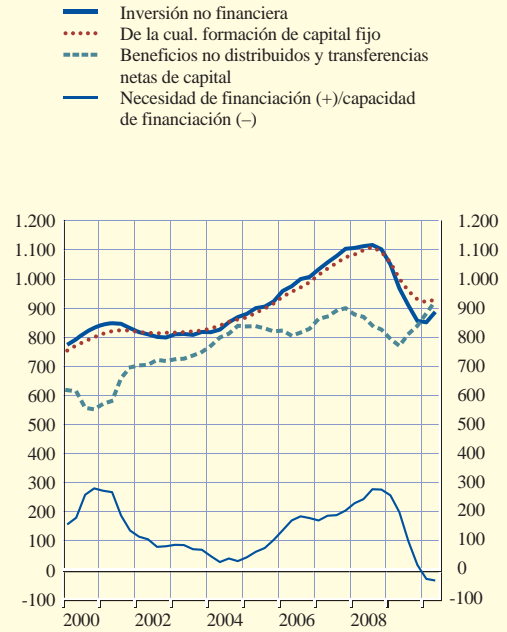
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

### Gráfico E Ahorro, inversión de capital y necesidad de financiación de las sociedades no financieras

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

del valor añadido. A pesar de ello, en ese trimestre las sociedades no financieras volvieron a mostrar necesidades de financiación (exceso de formación de capital respecto a los beneficios no distribuidos). Este hecho refleja un aumento de las rentas de la propiedad, excluidos los intereses, desembolsadas (principalmente dividendos distribuidos) y de la inversión no financiera (impulsada por la formación de capital fijo, que creció al 4,2% interanual. La financiación externa (el total de pasivos financieros) creció un 1,6%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2010, tras haberse recuperado en el trimestre anterior después de dos años de continuos descensos. Siguen observándose acusados efectos de sustitución, ya que la financiación en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó con creces las amortizaciones netas de los préstamos de las IFM.

Las ratios de apalancamiento de las sociedades no financieras, que se sitúan aún en niveles excepcionalmente elevados, han continuado descendiendo, aunque de manera menos acusada. La deuda en relación con los activos —que puede calcularse a partir de los nuevos datos disponibles sobre los activos no financieros— se estabilizó en el 26,6% después de un persistente descenso desde finales de 2008 (cuando alcanzó un máximo del 28,6%), mientras que la deuda en relación con el valor añadido bruto disminuyó por primera vez en el segundo trimestre de 2010, a causa del fuerte crecimiento del valor añadido. Los pagos netos por intereses en relación con el valor añadido bruto siguieron reduciéndose hasta el 2,4%, debido también al descenso del coste real de la financiación.

La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas fue del 6,5% del PIB (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), frente a 6,7% del trimestre anterior. Esta ligera mejora detuvo la tendencia negativa que se había iniciado en 2008 y refleja un inversión pública bruta algo

más baja (el 2,7% del PIB) y una estabilización del ahorro bruto (en el -3,9% del PIB). Todos los ingresos (salvo los impuestos directos de las instituciones financieras) registraron una tasa de crecimiento más elevada que en el trimestre anterior. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía en fase de recuperación. Al mismo tiempo, la favorable trayectoria de los ingresos se vio reforzada por las subidas de impuestos acometidas en el contexto de las medidas de consolidación adoptadas en muchos países. La tasa de crecimiento interanual de la financiación se redujo de forma moderada en el trimestre anterior, y pasó del 7% al 7,5%.

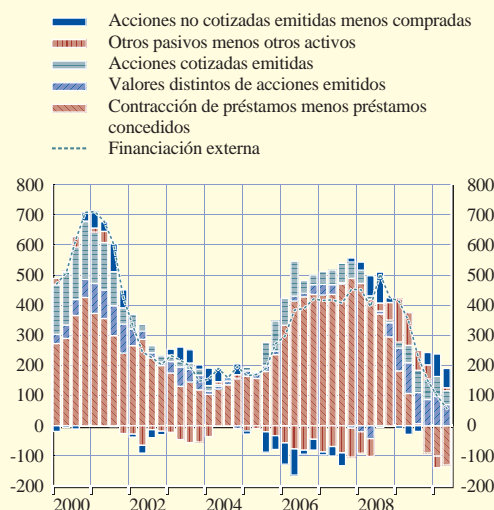
La renta bruta de las instituciones financieras siguió creciendo a un ritmo excepcionalmente elevado, pues continuaron beneficiándose de la inclinación de la curva de rendimientos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta el 2,4%, debido al descenso de las adquisiciones por parte de los fondos de inversión en el contexto de las tensiones observadas en la deuda soberana. Los valores distintos de acciones, tanto de los otros intermediarios financieros como de las IFM, fue la variable que contribuyó en mayor medida a esa evolución (con una contribución de 0,9 puntos porcentuales), debido a que las IFM volvieron a una composición más tradicional del balance bancario (que registró por primera vez una tasa de crecimiento interanual negativa en el caso de los bonos de inversión). La concesión de préstamos mantuvo su debilidad, mostrando los préstamos a hogares tasas de crecimiento positivas, aunque moderadas, y los préstamos a las sociedades no financieras, tasas negativas. La ratio de acciones y otras participaciones en relación con los activos financieros de las IFM se redujo 0,7 puntos porcentuales, hasta el 8,1%, en el contexto de la continua desinversión del sector privado en participaciones en fondos de inversión del mercado monetario.

### Mercados financieros

Las operaciones en valores distintos de acciones, que habían sido cuantiosas en los trimestres anteriores, se moderaron en el contexto de las tensiones observadas en la deuda soberana. Las sociedades no financieras redujeron sus emisiones, como consecuencia del cierre temporal del mercado. Las emisiones de las IFM también se contrajeron de forma tan brusca que pasaron a ser compradores netos (adquisiciones de activos menos emisiones de pasivos), pese a la continua desinversión en valores distintos de acciones. Los otros intermediarios financieros se convirtieron en vendedores netos a causa de la desinversión observada en los fondos de inversión, ya que la reducción del ahorro de los hogares se puso de manifiesto principalmente en la desinversión en dichos fondos, como reflejo de una reacción de aversión al riesgo ante las tensiones registradas en la deuda soberana. Por el contrario, tanto las empresas de seguros como el resto del mundo siguieron siendo compradores netos.

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

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



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).

Al mismo tiempo, las emisiones de acciones cotizadas por parte de las empresas se redujeron ligeramente, mientras que las adquisiciones por parte de los otros intermediarios financieros descendieron de forma acusada debido a la desinversión en los fondos de inversión.

### Evolución de los balances

El desarrollo de tensiones en la deuda soberana tuvo efectos dispares en los balances de las instituciones financieras. La cartera de valores distintos de acciones aumentó de valor, a causa de la elevada ponderación de los activos refugio que se beneficiaron del comportamiento de los inversores que buscaban activos de más calidad (véase gráfico G). No obstante, las acciones sufrieron debido al aumento general de la incertidumbre, que provocó pérdidas netas (aunque los flujos anuales acumulados se mantuvieron en máximos históricos).

Al mismo tiempo, la variación interanual del patrimonio neto de los hogares siguió siendo fuertemente positiva (23,3% de la renta anual), principalmente como consecuencia de las ganancias observadas en las tenencias de acciones y otras participaciones debidas a la vigorosa recuperación general de los mercados hasta mediados del 2010 y a cierta estabilización en la mayoría de los mercados inmobiliarios (véase gráfico H).

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

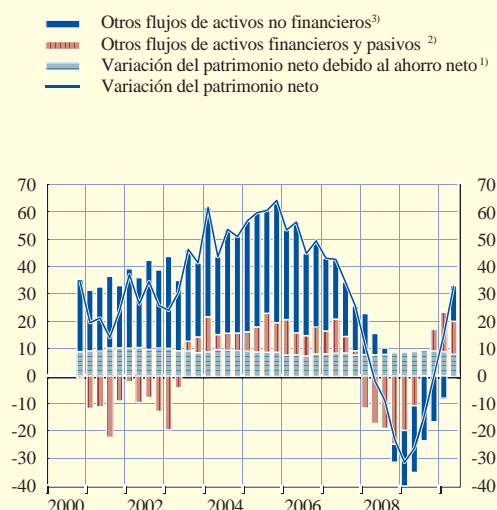
(flujos intertrimestrales; mm de euros)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
 Nota: Este gráfico presenta los otros flujos económicos, que se refieren, principalmente, a las ganancias y las pérdidas de capital (realizadas o no realizadas) en los activos que se valoran a precio de mercado en las cuentas integradas de la zona del euro (acciones cotizadas, acciones no cotizadas, participaciones en fondos de inversión y valores distintos de acciones). Para las demás clases de activos (sobre todo préstamos), que se valoran por el valor nominal, se presentan los cambios en los balances debidos a variaciones del tipo de cambio y a la eliminación de los activos dañados de los balances del acreedor y del deudor una vez que el acreedor constata que los importes correspondientes a dichos activos no se pueden cobrar.

**Gráfico H Variación del patrimonio neto de los hogares**

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



Fuentes: Eurostat y BCE.  
 Notas: El BCE ha estimado los datos sobre los activos no financieros.  
 1) Esta variable comprende el ahorro neto, las transferencias de capital recibidas netas y la discrepancia entre las cuentas no financieras y las financieras.  
 2) Principalmente pérdidas y ganancias en acciones y otras participaciones.  
 3) Principalmente pérdidas y ganancias en tenencias de activos inmobiliarios y de suelo.



### 3 PRECIOS Y COSTES

Según el avance de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se elevó, tal y como estaba previsto, al 1,9% en octubre de 2010, frente al 1,8% de septiembre. En los próximos meses, se espera que las tasas de inflación medidas por el IAPC oscilen en torno a los niveles actuales, antes de volver a moderarse en el transcurso del próximo año. En 2011, las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando 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. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son ligeramente alcistas.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

Según el avance de Eurostat, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 1,9% en octubre de 2010, frente al 1,8% de septiembre (véase cuadro 4). Aunque no se han publicado todavía las estimaciones oficiales del detalle del IAPC de octubre, parece que este ascenso estuvo relacionado, principalmente, con efectos de base al alza.

En septiembre, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de variación interanual del IAPC general aumentó en 0,2 puntos porcentuales, en relación con el mes de agosto (véase gráfico 21). Este incremento fue consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte elevación de la tasa de variación interanual del componente energético, que se situó en el 7,7% en septiembre, frente al 6,1% del mes anterior. La subida de los precios de la energía estuvo relacionada con los precios del petróleo y se debió, en gran medida, a un efecto de base, dado que los precios energéticos no experimentaron un aumento significativo en tasa intermensual.

La tasa de variación interanual de los precios de todos los alimentos (incluidos el alcohol y el tabaco) continuó elevándose, hasta situarse en el 1,6% en septiembre, ligeramente por encima del nivel de agosto, manteniendo la tendencia ascendente iniciada en octubre de 2009. Por lo que se refiere a los subcomponentes, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados volvió a aumentar ligeramente en septiembre, hasta el 2,5%, como resultado de un efecto de base al alza y del nuevo incremento de los precios de las legumbres y hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de

**Cuadro 4 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010 May	2010 Jun	2010 Jul	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	3,3	0,3	1,6	1,4	1,7	1,6	1,8	1,9
Energía	10,3	-8,1	9,2	6,2	8,1	6,1	7,7	.
Alimentos no elaborados	3,5	0,2	0,4	0,9	1,9	2,4	2,5	.
Alimentos elaborados	6,1	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	.
Bienes industriales no energéticos	0,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4	0,6	.
Servicios	2,6	2,0	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	6,1	-5,1	3,1	3,1	4,0	3,6	.	.
Precios del petróleo (euro/barril)	65,9	44,6	61,6	62,2	58,9	59,9	59,8	60,2
Precios de las materias primas no energéticas	2,0	-18,5	52,1	51,1	56,8	51,6	58,8	50,4

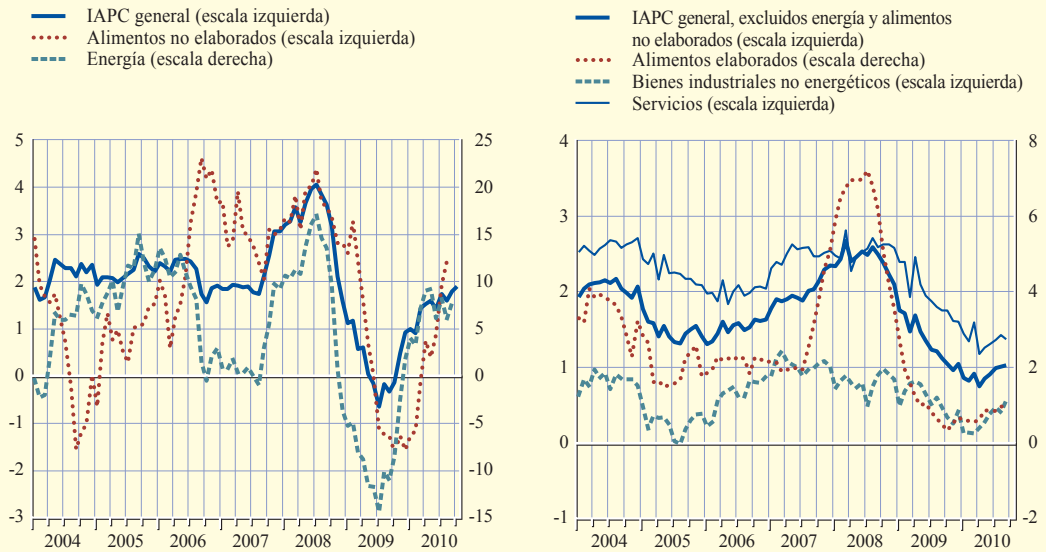
Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Financial Datastream.

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

1) La inflación medida por el IAPC de octubre 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.

los alimentos elaborados permaneció estable en el 1%. Hasta el momento, existen escasas señales de que las recientes subidas de los precios de algunas materias primas alimentarias estén incidiendo en los precios de consumo en la zona del euro. Por ejemplo, los precios del pan y de los cereales siguieron registrando una tasa de variación interanual ligeramente negativa en septiembre.

Si se excluyen los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en septiembre la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1%, el mismo nivel que en los dos meses anteriores. En consecuencia, la brecha entre la inflación medida por el IAPC general y la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, volvió a ampliarse. En el recuadro 5 se analizan con más detalle los factores determinantes del aumento de 1 punto porcentual de la inflación medida por el IAPC general observado desde diciembre de 2009.

De los dos componentes de la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, la inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos se elevó en septiembre hasta el 0,6%, la tasa de variación interanual más alta registrada por este componente en un año. Este incremento fue resultado, en gran medida, de la inflación de los precios de los automóviles del 0,9% registrada en septiembre, frente al 0,1% de agosto. Esta fue la tasa más elevada observada desde diciembre de 2007, tras varios meses consecutivos de descenso de los precios de los automóviles, desde mediados de 2009 hasta mediados de 2010. En septiembre, la inflación de los precios de los servicios se mantuvo estable en el 1,4%, nivel sin embargo ligeramente superior al registrado en la primavera del presente año.

Recuadro 5

**FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN**

Según el avance de Eurostat, en el transcurso del presente año, la tasa de variación interanual del IAPC general se ha elevado notablemente, desde el 0,9% de diciembre de 2009 hasta el 1,9% de octubre de 2010. Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se ha mantenido en niveles bastante moderados, experimentando solo un ligero crecimiento hasta el momento (véase gráfico A). En este recuadro se analizan los factores determinantes de esta evolución.

**Precios de los alimentos y la energía**

La elevación de la tasa interanual de inflación medida por el IAPC general hasta octubre de 2010 estuvo determinada, en parte, por efectos de base derivados de los componentes de alimentos y energía, es decir, el impacto de las variaciones del índice registradas doce meses antes sobre la evolución de la tasa de variación interanual<sup>1</sup>. Tal y como se observa en el gráfico B, en términos acumulados, estos efectos de base contribuyeron en 0,6 puntos porcentuales al aumento de 1 punto porcentual de la inflación medida por el IAPC general registrado entre diciembre de 2009 y octubre de 2010. Los efectos de base de la energía están relacionados con la volatilidad que mostraron los precios energéticos en 2009, año en el que estos precios subieron, en general, menos de lo que aumentaron, en promedio, en los años anteriores. Los importantes efectos de base al alza de los precios de los alimentos pueden expli-

<sup>1</sup> Para más información sobre los efectos de base, véase el recuadro 3 titulado «Los efectos de base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC en 2010», el Boletín Mensual de enero de 2010.

**Gráfico A IAPC general e IAPC excluidos los alimentos y la energía**

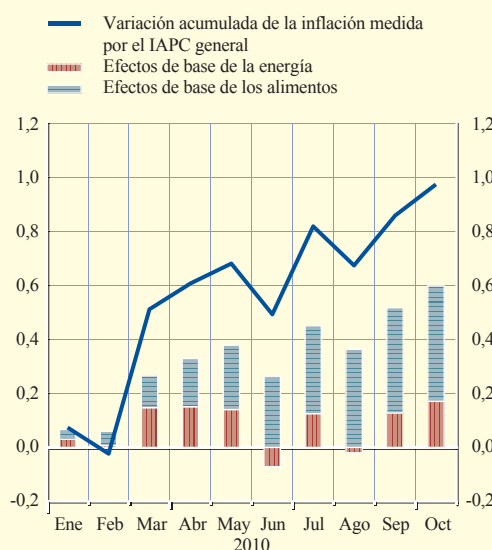
(tasas de variación interanual)



Fuente: Eurostat.

**Gráfico B Impacto acumulado de los efectos de base sobre la variación de la inflación interanual medida por el IAPC general entre diciembre de 2009 y octubre de 2010**

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

carse, en gran medida, por la evolución moderada de los precios de los alimentos elaborados y de la carne en el transcurso del año pasado, como resultado de la desaparición de la perturbación que afectó a los precios de las materias primas alimentarias en los mercados internacionales. Estos efectos de base fueron el principal factor determinante del aumento de la inflación en los precios de los alimentos, desde el -0,2% de diciembre de 2009 hasta el 1,6% de septiembre de 2010.

En cambio, la evolución de los precios de los alimentos en lo que va de año hasta septiembre solo contribuyó ligeramente a la elevación de la inflación en los precios de los alimentos, lo que indica, a su vez, que el nuevo pronunciado incremento de los precios internacionales de determinadas materias primas alimentarias observado en el verano todavía no ha afectado de forma significativa a los precios de consumo de los alimentos en la zona del euro. No obstante, existe evidencia inicial de cierto impacto sobre los precios industriales de partidas que están más expuestas a variaciones de los precios internacionales de determinados productos agrícolas, como la harina y los piensos. El acusado aumento de los precios energéticos registrado en los cuatro primeros meses del presente año, como consecuencia de una fuerte subida de los precios del petróleo en ese período, contribuyó a elevar la inflación interanual medida por el IAPC general, en comparación con la observada en diciembre de 2009.

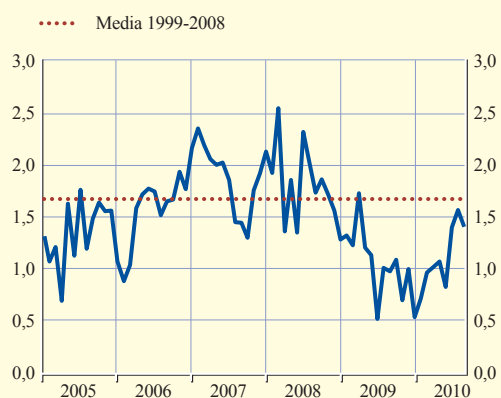
### Evolución de los precios excluidos los alimentos y la energía

Si se excluyen los alimentos y la energía (tras lo cual los demás componentes representan el 70% de la cesta del IAPC), la tasa de variación interanual del IAPC solo aumentó ligeramente en fechas recientes, situándose en el 1% en julio, agosto y septiembre de 2010<sup>2</sup>, tras descender gradualmente desde finales de 2008 hasta principios de 2010, hasta alcanzar un mínimo del 0,8% en abril de 2010. Este incremento refleja el hecho de que la evolución a corto plazo del IAPC excluidos los alimentos y la energía (medida por las tasas de variación intertrimestral anualizadas sobre series desestacionalizadas) ha mostrado recientemente un mayor dinamismo, repuntando casi hasta la tasa media de variación observada entre 1999 y 2008 (véase gráfico C).

Varios factores pueden explicar la evolución a corto plazo más dinámica de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que constituyen el IAPC, excluidos los alimentos y la energía. En primer lugar, las medidas fiscales, como el aumento del IVA, de otros impuestos indirectos y de los precios administrados llevado a cabo en algunos países de la zona del euro han provocado incrementos de precios. Según la información más reciente basada en el IAPC experimental con tipos impositivos constantes y los datos de precios administrados disponibles hasta agosto de 2010, se estima que las medidas fiscales han añadido 0,5 puntos porcentuales a la inflación medida por el IAPC

**Gráfico C Evolución a corto plazo del IAPC excluidos los alimentos y la energía**

(tasas de variación intertrimestral anualizadas; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

<sup>2</sup> La información sobre la tasa de variación interanual del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, correspondiente al mes de octubre de 2010 se publicará el 16 de noviembre del presente año.

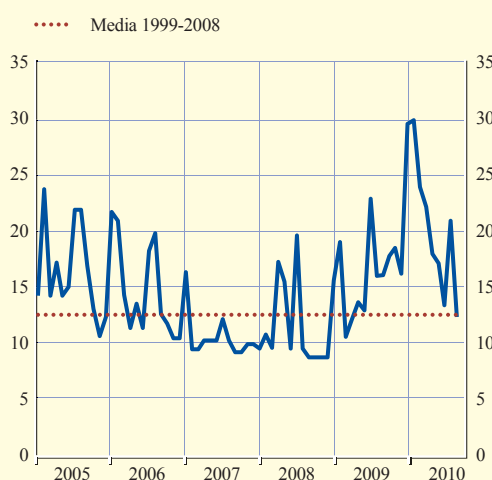
general de la zona del euro desde diciembre de 2009. Ello se corresponde con la contribución media registrada en el período comprendido entre 2004 y 2009, pero supera notablemente la contribución de 0,2 puntos porcentuales observada el año pasado. Con todo, esta estimación sobrevalora, probablemente, el impacto efectivo del aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Ello se debe a que la estimación se basa en el supuesto de que los cambios en los impuestos indirectos se trasladan en su totalidad y de forma inmediata a los precios de consumo; a que puede incluir cierto grado de doble contabilización; y a que no aísla el impacto de las decisiones oficiales de otras influencias sobre la fijación de precios en el caso de los precios administrados<sup>3</sup>. En segundo lugar, pese a la apreciación registrada desde julio de 2010, la depreciación general del tipo de cambio efectivo nominal del euro desde 2009 ha ejercido probablemente presiones al alza sobre los precios de consumo de la zona del euro. La aparición de presiones externas sobre los precios queda evidenciada por la fuerte fluctuación de la tasa de variación interanual de los precios de las importaciones de bienes de consumo, excluidos los alimentos y la energía, procedentes de países no pertenecientes a la zona del euro, desde el mínimo del orden de un -3% observado en noviembre de 2009 hasta las tasas comprendidas entre el 3,5% y el 4% registradas en junio y agosto de 2010. Sin embargo, no se conoce con certeza la medida en que estos incrementos se han trasladado a los precios de consumo de la zona del euro. En tercer lugar, las subidas de los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas pueden haber afectado indirectamente a los precios de distintas partidas del IAPC, excluidos los alimentos y la energía. En cuarto lugar, el hecho de que las empresas hayan podido trasladar, al menos en alguna medida, la elevación de los impuestos indirectos, así como la de los precios de las importaciones y de los costes de los bienes intermedios, podría interpretarse como señal de cierta expansión de la demanda de consumo, lo que permitiría a las empresas recuperar parte de las anteriores pérdidas derivadas de la reducción de sus márgenes.

En general, existen indicios de normalización de la evolución del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, tras las moderadas subidas de precios observadas especialmente desde mediados de 2009 hasta junio de 2010, que tuvieron un carácter cíclico y se debieron a la debilidad de la demanda de consumo y a la acentuada atonía de la economía de la zona del euro.

La reciente inversión de la debilidad de la tasa de inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, se refleja también en un cambio en la distribución de las tasas de variación interanual de sus componentes. En particular, como puede apreciarse en el gráfico D, la proporción de partidas con una tasa de variación interanual negativa retornó, en septiembre de 2010, al nivel medio registrado en el período transcurrido entre 1999 y 2008, tras haber aumentado sensiblemente en el transcurso de 2009 y a comienzos

Gráfico D Proporción del IAPC excluidos los alimentos y la energía con tasas de variación interanual negativas

(porcentaje)



Fuente: Eurostat.  
Nota: El porcentaje se calcula sobre la base de las ponderaciones del gasto de las partidas incluidas en el IAPC excluidos los alimentos y la energía.

3 Para más detalles, véanse el recuadro 5 titulado «Nuevas series estadísticas para medir el impacto de los impuestos indirectos sobre la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de noviembre de 2009, y el recuadro 4 titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», en el Boletín Mensual de mayo de 2007.

de 2010. Esta inversión de la tendencia negativa de la tasa de variación interanual se observó especialmente en los vehículos de motor, ya que la política de fuertes descuentos aplicada como consecuencia de la crisis financiera ya se estaba agotando. Además, los precios de las prendas de vestir no registraron una tasa de variación interanual particularmente negativa en las rebajas de verano de 2010, contrariamente a lo observado en el verano e invierno de 2009 y en el invierno de 2010. Ello apuntaría también a una mejora general de la demanda y a la práctica ausencia de presiones deflacionistas en la zona del euro. No obstante, en septiembre de 2010 existía todavía una proporción inusualmente alta de partidas del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, con reducidas tasas de variación interanual inferiores al 1%, señal de evolución moderada de los precios, todavía bajo los efectos de las reducidas presiones al alza sobre los precios internos.

### Conclusiones

En resumen, el aumento de la inflación medida por el IAPC general registrado desde diciembre de 2009 puede atribuirse, en parte, a efectos de base derivados de sus componentes más volátiles, los alimentos y la energía. Además, las fuertes subidas de los precios energéticos observadas anteriormente este año acentuaron la elevación de la inflación medida por el IAPC general, mientras que la evolución intermensual de los precios de la energía fue menos acusada en los últimos meses. Los precios de los alimentos han aumentado también ligeramente en el transcurso del presente año, aunque existe todavía escasa evidencia de que se hayan visto afectados de forma significativa por las recientes subidas de los precios de algunas materias primas alimentarias. Por otro lado, la inflación medida por el IAPC general se ha elevado en los últimos meses, como consecuencia de la evolución más dinámica del IAPC, excluidos los alimentos y la energía, reflejo de cierta normalización tras las moderadas subidas de precios registradas hasta mediados de 2010; de cierta transmisión de la depreciación general del euro; de aumentos de los precios de las materias primas; y, sobre todo, de las medidas de política fiscal. De cara al futuro, se espera que, en los próximos meses, algunos nuevos, aunque reducidos, efectos de base al alza configuren el perfil de la inflación medida por el IAPC general. Si la demanda interna mejora ligeramente, lo que permitiría trasladar en mayor medida el incremento de los impuestos y de los costes no salariales de los bienes intermedios, cabe esperar que la inflación medida por el IAPC, excluidos los alimentos y la energía, siga elevándose levemente en los próximos meses. No obstante, se trataría de un aumento contenido, debido a la moderación salarial y a la persistente atonía de la economía de la zona del euro.

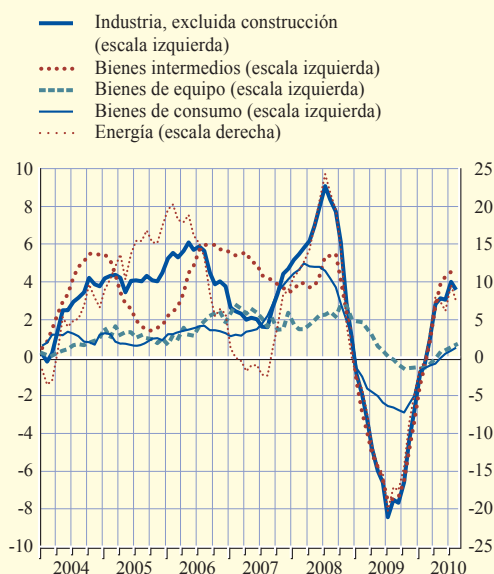
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

No se dispone de nuevos datos sobre los precios industriales de la zona del euro desde el anterior Boletín Mensual. Los datos nacionales disponibles muestran un aumento generalizado de la tasa de variación interanual de los precios industriales, excluida la construcción, en septiembre, tras el ligero descenso observado en agosto, mes en el que los precios de la energía y de los bienes intermedios registraron la tasa de variación interanual más alta de las principales ramas de actividad (véase gráfico 22). Por el contrario, las tasas de variación interanual de los precios de los bienes de equipo y de los bienes de consumo, que se encuentran en las últimas fases de la cadena de producción, solo fueron ligeramente positivas en agosto. Pese a estos reducidos aumentos de los precios de los bienes de consumo, los precios industriales de algunas partidas de estos bienes, como joyería y productos relacionados, legumbres y hortalizas, aceites y grasas animales, y productos lácteos, han subido de forma particularmente acusada.

Al igual que en septiembre, los indicadores de las encuestas de octubre de 2010 señalaron presiones al alza sobre los precios, ligeramente más acentuadas en el sector manufacturero que en el sector servicios

**Gráfico 22 Desagregación de los precios industriales**

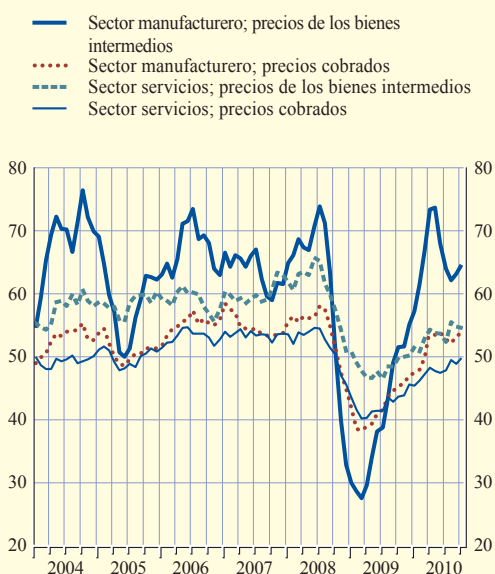
(tasas de variación interanual; datos mensuales)



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.

(véase gráfico 23). En lo que respecta al índice de directores de compras, los datos de octubre apuntaron también a aumentos significativos de los precios de los bienes intermedios, a nuevas ligeras subidas de los precios cobrados en el sector manufacturero y a la elevación de los precios cobrados en el sector servicios. Estos últimos precios mantuvieron la tendencia al alza observada desde marzo de 2009, alcanzando en octubre de 2010 un nivel próximo a su media histórica de 50. De forma más general, en octubre los índices sintéticos de los bienes intermedios y de los precios de venta se situaron, por tercer mes consecutivo, en niveles superiores a sus medias históricas. Además, los indicadores de las encuestas continuaron sugiriendo que los fuertes aumentos de los precios de los bienes intermedios que han tenido que sufrir las empresas de la zona del euro solo se pueden trasladar de manera limitada a los precios de venta.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

Existen escasos datos nuevos sobre los indicadores de costes laborales desde el Boletín Mensual anterior. Las tasas de crecimiento interanual de los indicadores de costes laborales registraron una evolución moderada en el segundo trimestre de 2010. Sin embargo, estos indicadores sugieren que los costes laborales tocaron probablemente fondo en el primer semestre de 2010.

La tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro se situó en el 1,9% en el segundo trimestre de 2010, ligeramente por encima del mínimo histórico observado en el primer trimestre (véanse cuadro 5 y gráfico 24). Este aumento se produjo de forma generalizada en los cuatro países más grandes de la zona del euro, a excepción de España, donde la tasa de crecimiento interanual

de los salarios resultantes de los convenios colectivos disminuyó ligeramente en el segundo trimestre de 2010, en comparación con el primer trimestre. Esta evolución, unida a algunos datos preliminares sobre los salarios negociados correspondientes al tercer trimestre, sigue apuntando, en general, a un patrón moderado de crecimiento salarial en los últimos meses.

En el segundo trimestre de 2010, el crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro se situó en el 1,6%, la tasa de crecimiento más baja observada desde el inicio de esta serie en 2001, reflejo de la contención de los costes laborales, en un contexto de debilidad de los mercados de trabajo. Dentro de los costes laborales por hora generales de la zona del euro, en el segundo trimestre los costes no salariales siguieron creciendo más aceleradamente que el componente de sueldos y salarios. El descenso registrado en el segundo trimestre de 2010 en comparación con el primero

fue, en cierta medida, resultado de la finalización o limitación de los planes de reducción de las horas de trabajo precedentemente implantados en algunos países de la zona del euro. Por el contrario, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado aumentó en el segundo trimestre de 2010, hasta el 2% desde el 1,5% del primer trimestre. Este incremento refleja no solo la elevación de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por hora, sino también un aumento similar de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas por asalariado. La tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, medida por persona ocupada, volvió a mejorar en el segundo trimestre de 2010, superando la correspondiente tasa de la remuneración por asalariado, lo que dio lugar a una tasa de crecimiento interanual negativa de los costes laborales unitarios.

En cuanto a la evolución sectorial, se observa que la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado aumentó de forma generalizada en todos los sectores en el segundo trimestre de 2010 (véase gráfico 25). Este incremento fue más pronunciado en el sector industrial y puede explicarse, en gran medida, por la evolución de las horas trabajadas en este sector.

**Gráfico 24 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Cuadro 5 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

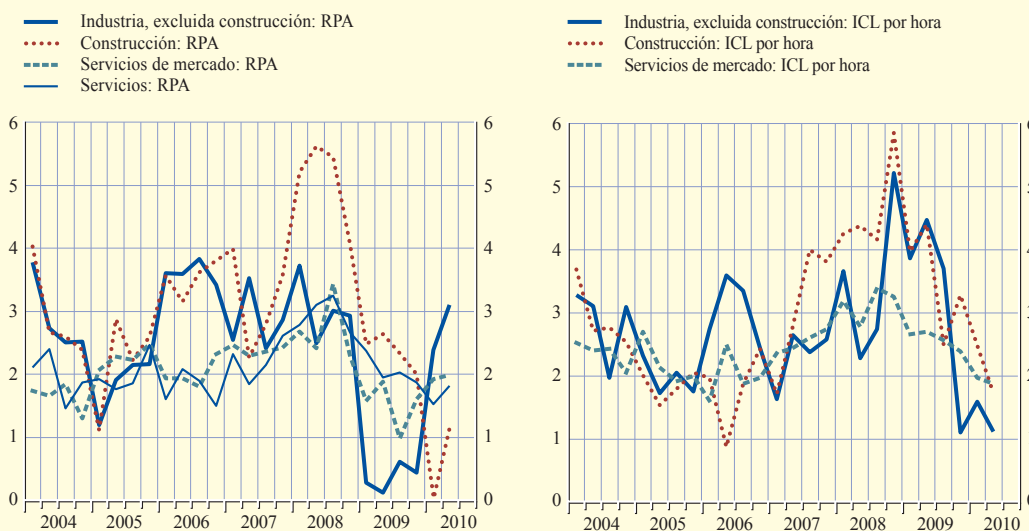
	2008	2009	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II
Salarios negociados	3,3	2,7	2,8	2,4	2,2	1,8	1,9
Costes laborales totales por hora	3,4	2,9	3,5	2,9	2,0	1,9	1,6
Remuneración por asalariado	3,1	1,6	1,5	1,6	1,4	1,5	2,0
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,3	-2,3	-3,1	-1,8	0,1	2,1	2,6
Costes laborales unitarios	3,5	3,9	4,7	3,5	1,4	-0,5	-0,6

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.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, la tasa de inflación interanual medida por el IAPC oscilará en torno a los niveles actuales, antes de volver a moderarse en el transcurso del próximo año. En 2011, las tasas de inflación deberían mantenerse, en general, en una senda moderada. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen estando 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.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica muestra que las expectativas de inflación de los encuestados para los años 2010 a 2012 prácticamente no han variado, con revisiones de, como mucho, 0,1 puntos porcentuales (véase recuadro 6). Las expectativas de inflación a largo plazo para 2015 se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,9%.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios son ligeramente alcistas y están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de la energía y de las materias primas distintas del petróleo. 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, se espera que los riesgos relacionados con la evolución de los precios y costes internos sigan siendo moderados.

Recuadro 6

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

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al cuarto trimestre de 2010 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 15 y el 20 de octubre de 2010. 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 real y el desempleo de la zona del euro<sup>1</sup>.

**Expectativas de inflación para los años 2010, 2011 y 2012**

Se espera que la inflación se sitúe en el 1,5% en 2010 y 2011 y en el 1,6% en 2012. Las perspectivas de inflación a corto y medio plazo no han experimentado prácticamente cambios en relación con la encuesta anterior. En efecto, han subido 0,1 puntos porcentuales para 2010, no han variado para 2011, y han bajado 0,1 puntos porcentuales para 2012 (vase cuadro)<sup>2</sup>.

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 sep-

- 1 Dada la diversidad de los encuestados, los resultados agregados de la EPE pueden reflejar un conjunto relativamente heterogéneo de opiniones y supuestos subjetivos.
- 2 Puede obtenerse información adicional en la dirección del BCE en Internet [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html)

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

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Inflación medida por el IAPC	Horizonte de la encuesta					
	2010	Septiembre 2011	2011	Septiembre 2012	2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE IV 2010	1,5	1,5	1,5	1,7	1,6	1,9
EPE anterior (III 2010)	1,4	-	1,5	-	1,7	2,0
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	1,5-1,7	-	1,2-2,2	-	-	-
Consensus Economics (octubre 2010)	1,5 <sup>1)</sup>	-	1,6	-	1,5	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2010)	1,5	-	1,4	-	1,7	1,9
Crecimiento del PIB real	2010	II 2011	2011	II 2012	2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE IV 2010	1,6	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8
EPE anterior (III 2010)	1,1	-	1,4	-	1,6	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE	1,4-1,8	-	0,5-2,3	-	-	-
Consensus Economics (octubre 2010)	1,6	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2010)	1,6	1,2	1,4	-	1,6	1,8
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2010	Agosto 2011	2011	Agosto 2012	2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE IV 2010	10,1	10,0	10,0	9,6	9,6	8,3
EPE anterior (III 2010)	10,1	-	10,2	-	9,8	8,4
Consensus Economics (octubre 2010)	10,0	-	9,9	-	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (octubre 2010)	10,0	-	10,0	-	9,4	8,5

1) En porcentaje de la población activa.

2) Las expectativas de inflación a largo plazo del Barómetro de la Zona del Euro se refieren a 2014, las de la EPE del cuarto trimestre de 2010 y de Consensus Economics se refieren a 2015.

tiembre de 2010 y son muy similares a las previsiones de octubre de 2010 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para todos los horizontes temporales.

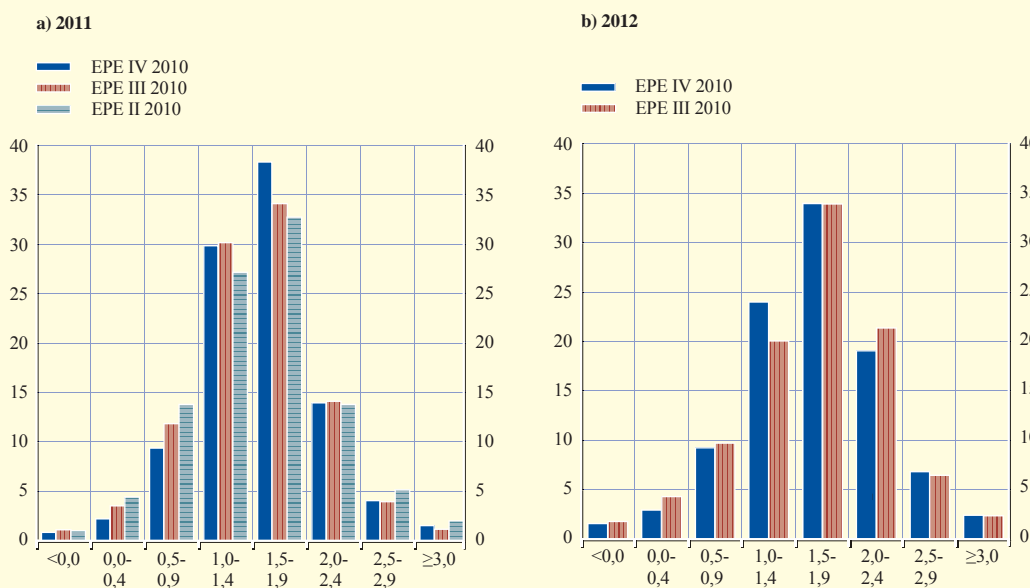
El cuestionario de la EPE solicita también que se asigne una probabilidad a que los resultados futuros se sitúen dentro de un intervalo específico. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2010 se concentra más en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, al que los encuestados asignan una probabilidad del 57%. Las distribuciones de probabilidad para 2011 y 2012 se han mantenido básicamente estables en relación con la encuesta precedente, con un ligero aumento de la probabilidad de que la inflación se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% para 2011 (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones están, en general, equilibrados para 2010 y 2012, y apuntan a la baja para 2011. Los encuestados señalan los siguientes riesgos alcistas para el escenario de referencia: i) subida de los precios del petróleo, de las materias primas y de los alimentos; y ii) aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados, como resultado de los planes de consolidación fiscal. Como principales riesgos bajistas para las perspectivas de inflación a corto y medio plazo, indican los siguientes: i) reducidas presiones salariales debido a la elevada tasa de desempleo; y ii) crecimiento relativamente estancado, como resultado de la persistente atonía de la economía. Entre los riesgos tanto alcistas como bajistas figuran posibles variaciones del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el euro, dado que inciden en los precios de importación.

### Indicadores de expectativas de inflación a largo plazo

Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han revisado ligeramente a la baja, en promedio hasta el 1,90%, frente al 1,95% de la encuesta anterior. La mediana de las estimaciones,

Gráfico A Distribución de probabilidad para la inflación media anual en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

que se ve menos afectada por los valores extremos que la estimación media, se mantiene en el 1,9%. La previsión media se sitúa ligeramente por debajo de la previsión de inflación a largo plazo de Consensus Economics para 2015 (2%) y está en línea con la del Barómetro de la Zona del Euro para 2014 (1,9%).

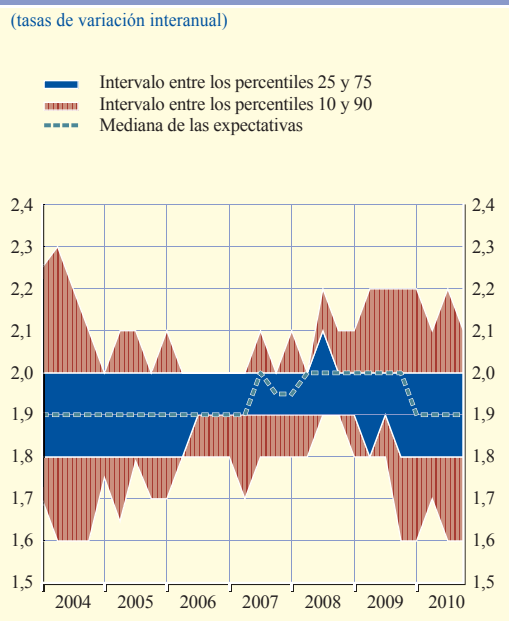
El desacuerdo que muestran los encuestados respecto a estas expectativas, medidas por la desviación típica de sus previsiones, se ha acentuado ligeramente desde 2009, reflejo de algunos valores atípicos. Sin embargo los percentiles 25 y 75 se han mantenido sustancialmente estables en los últimos años, en el 2% y el 1,8%, respectivamente (véase gráfico B).

La incertidumbre agregada respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, ha aumentado ligeramente en relación con la encuesta anterior<sup>3</sup>. Por último, la probabilidad de que la inflación a largo plazo se sitúe en un nivel igual o superior al 2% permanece prácticamente estable en el 45%.

Los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros han bajado en agosto y septiembre, si bien han repuntado en octubre. Cabe destacar que estos indicadores incorporan no solo el nivel esperado de inflación, sino también una prima adicional para compensar a los inversores en renta fija por los riesgos de inflación. En general, son también más volátiles que los indicadores basados en las encuestas, debido a la volatilidad de la citada prima de riesgo de inflación y también a la fluctuante situación de liquidez que han venido experimentando los mercados de renta

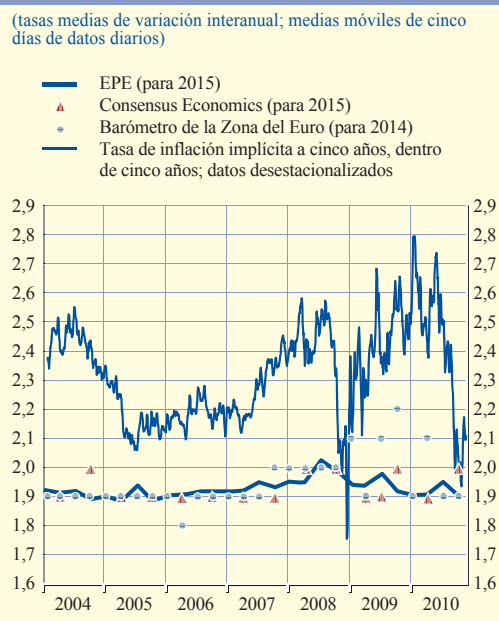
3 Para más información sobre los indicadores de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», en el Boletín Mensual de enero de 2010.

**Gráfico B Expectativas de inflación a largo plazo (2015) de los participantes en la EPE**



Fuente: BCE.

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



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

fija, especialmente desde mediados de 2008 (véase gráfico C)<sup>4</sup>. Por lo tanto, se evitará interpretar automáticamente la volatilidad de estos indicadores como reflejo de revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado<sup>5</sup>.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

Las expectativas de crecimiento del PIB a corto y medio plazo se han revisado al alza en todos los horizontes: en 0,5 puntos porcentuales, hasta el 1,6%, para 2010; en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,5%, para 2011; y en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 1,7%, para 2012 (véase cuadro).

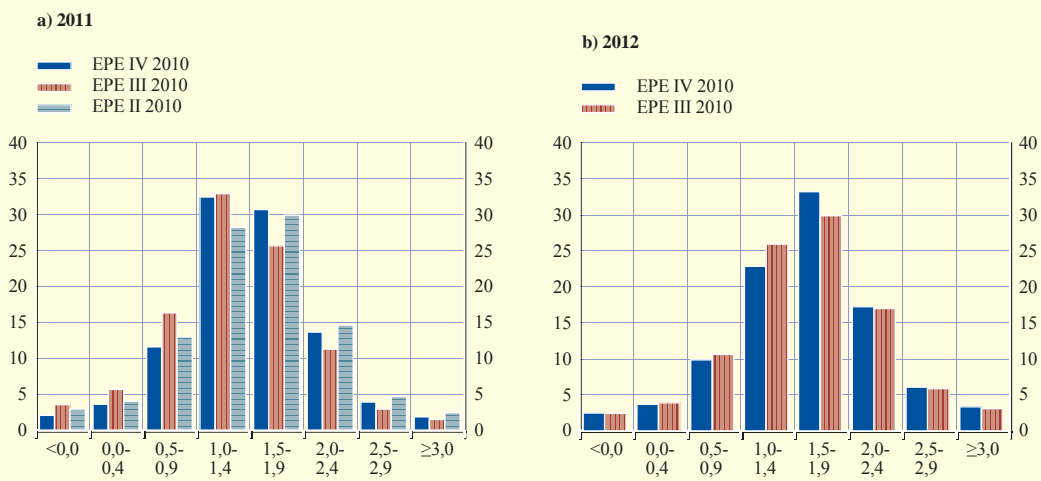
Las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011 se sitúan en el centro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro en septiembre de 2010 y están generalmente en línea con las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2010 y 2011.

La distribución de probabilidad agregada para 2010 se ha elevado considerablemente, ya que los encuestados asignan ahora una probabilidad del 58% al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%. Por lo que se refiere a 2011 y 2012, la distribución de probabilidad agregada se ha elevado ligeramente en comparación con la encuesta anterior. Para ambos horizontes temporales, los encuestados asignan una probabilidad cercana al 60% a que el crecimiento del PIB se sitúe en el intervalo comprendido entre el 1% y el 1,9% (véase gráfico D).

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.

**Gráfico D Distribución de probabilidad para el crecimiento medio anual del PIB real en 2011 y 2012 en las últimas encuestas EPE<sup>1)</sup>**

(probabilidad en porcentaje)



Fuente: BCE.

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

El nivel de incertidumbre respecto a las previsiones de crecimiento del PIB real a un año y a dos años no ha variado en relación con la encuesta anterior. Los encuestados consideran que los riesgos para la previsión media de crecimiento del PIB real apuntan a la baja en todos los horizontes temporales, especialmente para 2010. En su opinión, los principales riesgos bajistas están relacionados con el debilitamiento del crecimiento registrado en Estados Unidos y con la desaceleración observada en las economías emergentes. Entre los riesgos alcistas, los encuestados incluyen: i) el aumento de la confianza, con el resultante fortalecimiento de la demanda interna; ii) la recuperación del mercado de trabajo; y iii) el éxito de los planes de consolidación fiscal.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2015) se sitúan en el 1,8%, sin cambios con respecto a la encuesta anterior, en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro (para 2014) y 0,1 puntos porcentuales por encima de las de Consensus Economics (para 2015). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones apuntan a la baja.

#### **Expectativas para la tasa de desempleo en la zona del euro**

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo se mantienen estables en el 10,1% para 2010 y se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2011 y 2012, hasta el 10% y el 9,6%, respectivamente. Los encuestados consideran que los riesgos para las expectativas a corto y medio plazo apuntan al alza. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2015) se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 8,3%, y los riesgos para las perspectivas a largo plazo apuntan nuevamente al alza.

#### **Otras variables y supuestos condicionantes**

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que i) los precios del petróleo suban desde 80 dólares en el cuarto trimestre de 2010 hasta cerca de 88 dólares en 2012; ii) la tasa media de crecimiento interanual de los salarios se sitúe en el 1,5% en 2010 y aumente al 1,6% en 2011, al 1,8% en 2012 y al 2,4% en 2015; iii) el euro se deprecie frente al dólar, para situarse, en promedio, en 1,34 dólares en 2011 y 1,32 dólares en 2012; iv) el tipo de interés oficial del BCE permanezca estable en torno al 1% hasta el segundo trimestre de 2011 y se eleve, hasta situarse en promedio alrededor del 1,8%, en 2012.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica de la zona del euro ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009, y se ha observado un fuerte crecimiento, del 1% en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010. Los últimos datos económicos y la información proveniente de las encuestas de opinión confirman, en general, el mantenimiento del positivo dinamismo subyacente de la recuperación.

Se prevé que el PIB real de la zona del euro siga creciendo en el segundo semestre del año y que continúe la recuperación a escala mundial. Esto último tendría un efecto favorable y persistente sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances llevado a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación. Los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja, aunque se mantiene la incertidumbre.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

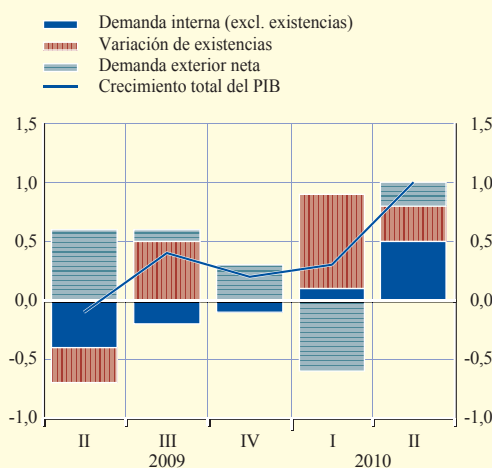
No se dispone de datos nuevos sobre el crecimiento del PIB desde la publicación del Boletín Mensual correspondiente a octubre. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro registró un avance del 1% en el segundo trimestre de 2010, frente al incremento del 0,3% observado en el mes anterior (véase gráfico 26). Los indicadores disponibles apuntan a una recuperación sostenida en el tercer trimestre de 2010, aunque con tasas de crecimiento más moderadas que en el segundo trimestre.

En el segundo trimestre de 2010, la demanda interna contribuyó significativamente al crecimiento del PIB real, con tasas positivas de crecimiento del consumo público y privado, así como de la inversión. Las contribuciones de la variación de existencias y de la demanda exterior neta también fueron positivas, registrando un fuerte aumento tanto las importaciones como las exportaciones.

En lo que se refiere a los componentes de la demanda interna, el consumo privado creció un 0,2% en el segundo trimestre de 2010, la misma tasa que en los dos trimestres anteriores. Si bien el adelanto de las compras antes de que se produjera la subida del IVA en un Estado miembro a principios del tercer trimestre tuvo un efecto positivo sobre los resultados del segundo trimestre, posteriormente su impacto sobre el crecimiento del consumo será adverso. Los indicadores disponibles avalan la idea de que el gasto en consumo seguirá siendo débil en el tercer trimestre de 2010. Los datos relativos a las ventas del comercio al por menor en julio y en agosto, así como los datos procedentes de las encuestas de opinión, sugieren que, probablemente, la tasa de crecimiento intertrimestral de esta variable en el tercer trimestre será más elevada que la tasa del 0,1% observada en el segundo trimestre (véase gráfico 27). Si se incluyen las matriculaciones de automóviles, la tasa de crecimiento será menor, pues las matriculaciones

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.

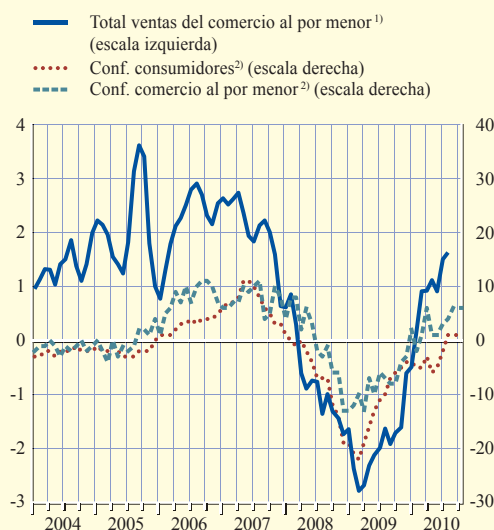
se redujeron ligeramente en el tercer trimestre. En resumen, los últimos indicadores de consumo apuntan al mantenimiento de un débil crecimiento del consumo privado en el tercer trimestre de 2010. Por lo que respecta al cuarto trimestre del año, solo se dispone de información limitada. Las encuestas relativas al consumo proporcionan señales contradictorias. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea no se modificó en octubre y se mantiene ligeramente por encima de su media a largo plazo. Sin embargo, el indicador de compras de bienes duraderos, que tampoco registró cambios en octubre, sigue situándose en niveles excepcionalmente reducidos. Los indicadores de opinión relativos a las ventas del comercio al por menor en octubre también muestran señales contradictorias. El índice de directores de compras siguió descendiendo, y se mantuvo por debajo de 50, mientras que el indicador de la Comisión Europea no experimentó ninguna variación.

La formación bruta de capital fijo se incrementó de forma acusada en el segundo trimestre de 2010, en un 1,5% en tasa intertrimestral, tras un descenso del 0,3% en el trimestre anterior. Tanto la inversión en construcción como la inversión, excluida la construcción, aumentaron notablemente, siendo algo más pronunciado el crecimiento de esta última variable.

Se espera que la inversión sea menos dinámica en el tercer trimestre que en el segundo, a causa de factores de carácter transitorio. En primer lugar, los efectos que tuvieron las adversas condiciones meteorológicas sobre la inversión en construcción en el primer trimestre se vieron contrarrestados en gran medida en el segundo trimestre. En segundo lugar, el hecho de que algunos de los incentivos públicos a la inversión desaparecieran en el tercer trimestre puede haber tenido un impacto adverso sobre la inversión, excluida la construcción, en ese trimestre. Según los indicadores disponibles de la inversión en la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, la producción de la construcción se redujo en julio y en agosto. En agosto se situó más de un 2% por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre de 2010, cuando se observó un alza de aproximadamente un 2%, en tasa intertrimestral. La producción industrial de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, volvió a elevarse en julio y en agosto. Suponiendo un crecimiento nulo en septiembre, la tasa intertrimestral correspondiente al tercer trimestre sería del 3%. La confianza industrial siguió mostrando señales positivas en octubre. Además, según las encuestas de la Comisión Europea, la utilización de la capacidad productiva siguió aumentando en octubre, en relación con julio. El número de encuestados que informan de una demanda insuficiente como factor que limita la producción continuó disminuyendo de manera apreciable, mientras que las restricciones de oferta derivadas de falta de equipo o de espacio y de escasez de mano de obra tuvieron una mayor influencia. En general se espera que la inversión mantenga su senda de recuperación, aunque, probablemente, a un ritmo más lento que en el segundo trimestre.

**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. Nota: A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

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 al comercio, tanto las importaciones como las exportaciones mantuvieron su fortaleza en el segundo trimestre de 2010, aunque el aumento ligeramente más acusado de las exportaciones dio lugar a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fuera positiva. Los últimos datos publicados y las encuestas recientes indican que el comercio de la zona del euro ha seguido creciendo de forma vigorosa más allá del segundo trimestre de 2010, aunque a un menor ritmo, en consonancia con una demanda mundial menos dinámica.

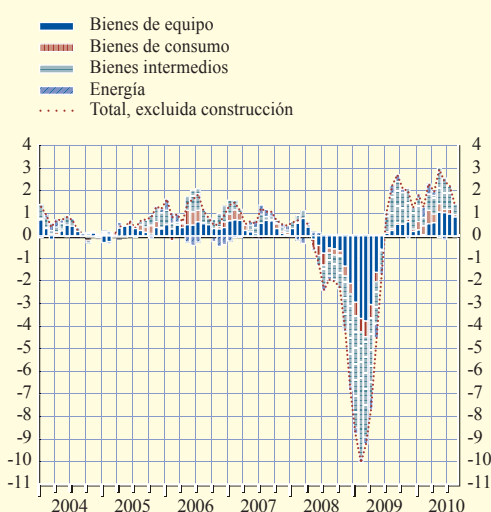
Las existencias realizaron una contribución positiva al crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2010. De cara al futuro, las encuestas y la evidencia anecdótica sugieren que la reposición de existencias podría ralentizarse. Sin embargo, la contribución de las existencias al crecimiento del PIB en el tercer trimestre sigue estando rodeada de una incertidumbre muy elevada, pues depende de la rapidez con la que la demanda se haya recuperado y de hasta qué punto las empresas hayan revisado sus expectativas relativas a la actividad económica. Además, existe cierta incertidumbre estadística en torno a la manera en que se estiman las existencias.

## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Como se informaba en el Boletín Mensual anterior, el valor añadido real se incrementó un 0,8%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2010, tras un avance del 0,6% en el trimestre precedente. La actividad en la industria y en los servicios contribuyó por igual a la tasa de variación intertrimestral del valor añadido.

**Gráfico 28 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

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

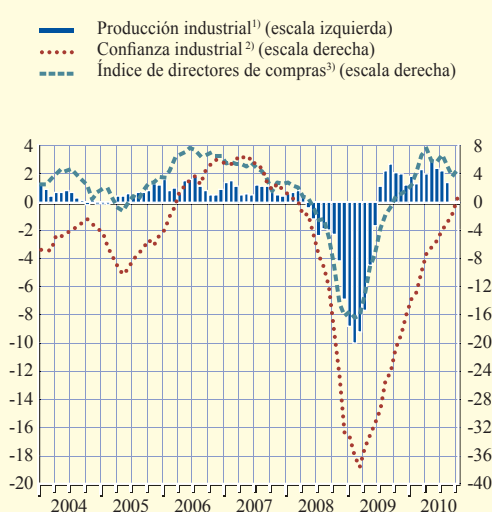


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

(datos mensuales desestacionalizados)



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

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

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

En lo que se refiere a la evolución en el tercer trimestre de 2010, la producción industrial (excluida la construcción) registró un aumento en julio y en agosto, pero a tasas más reducidas que en el segundo trimestre (véase gráfico 28). Su nivel actual sugiere que la tasa de variación intertrimestral correspondiente al tercer trimestre fue positiva, pero inferior a la elevada cifra del 2,6% que se observó en el segundo trimestre de 2010. Los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) se redujeron en julio, pero aumentaron en agosto. Suponiendo un crecimiento nulo en septiembre, la tasa de crecimiento se situaría alrededor del 5% en el tercer trimestre, tasa aún muy elevada, pero algo más baja que la extraordinaria tasa observada en el segundo trimestre.

La información procedente de las encuestas apunta a que continuará la expansión de la actividad económica en el tercer trimestre de 2010 y en octubre, aunque con tasas de crecimiento más bajas que en el segundo trimestre. El índice de directores de compras de las manufacturas descendió en el tercer trimestre en comparación con el segundo, pero volvió a aumentar en octubre. En ese mes se situó en un nivel de 54,6, lo que indica una desaceleración del crecimiento de la actividad en este sector, aunque continuó siendo positivo (véase gráfico 29). En lo que se refiere a la rama de servicios, el índice de directores de compras de la actividad comercial disminuyó en el tercer trimestre y siguió descendiendo en octubre, manteniéndose en un nivel de 53,2, lo que confirma que la actividad ha seguido expandiéndose en ese sector, aunque a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre de 2010. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, también sugieren que la economía está creciendo, aunque a un ritmo más lento que en el segundo trimestre del año.

## MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido estabilizándose en los últimos meses. No se dispone de nuevos datos de empleo desde la publicación del Boletín Mensual correspondiente a octubre. En el segundo trimestre de 2010, el empleo de la zona del euro no experimentó variaciones en términos intertrimestrales, una apreciable mejora con respecto a las acusadas caídas del empleo observadas anteriormente. Las horas trabajadas, que se redujeron de forma aún más acusada que las cifras de empleo durante la recesión, empezaron a subir nuevamente en el segundo trimestre de 2010.

**Cuadro 6 Crecimiento del empleo**

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

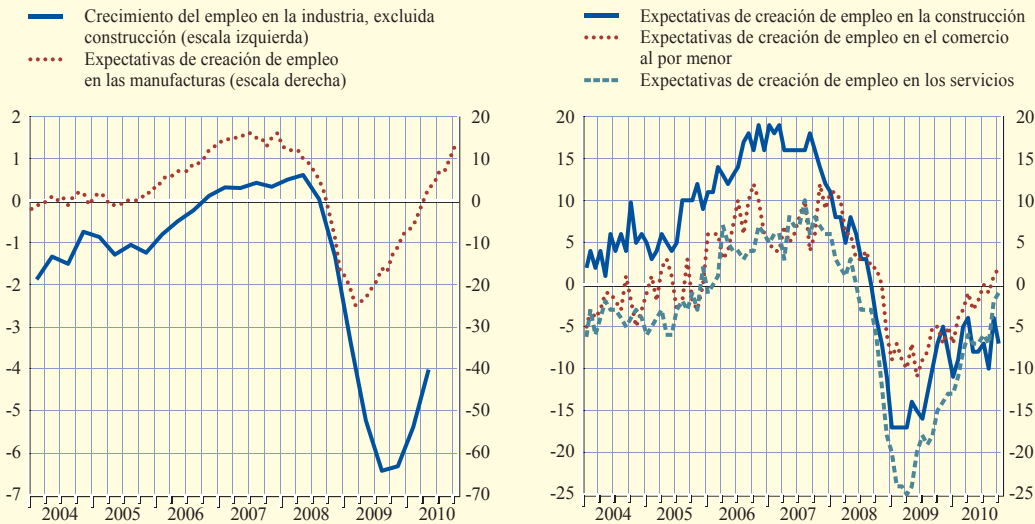
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales				
	2008	2009	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	2010 II
Total de la economía	0,8	-1,9	-0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,0
<i>Del cual:</i>							
Agricultura y pesca	-1,8	-2,5	-1,1	-1,0	0,5	0,2	-0,9
Industria	-0,7	-5,7	-1,8	-1,6	-1,0	-0,9	-0,4
Excluida la construcción	0,0	-5,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,8	-0,5
Construcción	-2,1	-6,5	-1,6	-1,4	-0,5	-1,2	-0,4
Servicios	1,4	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2
Comercio y transporte	1,2	-1,7	-0,5	-0,4	-0,4	0,0	-0,2
Finanzas y empresas	2,1	-2,1	-0,6	-0,4	0,2	0,5	0,7
Administración pública <sup>1)</sup>	1,2	1,4	0,4	0,2	0,3	0,5	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

**Gráfico 30 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo**

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

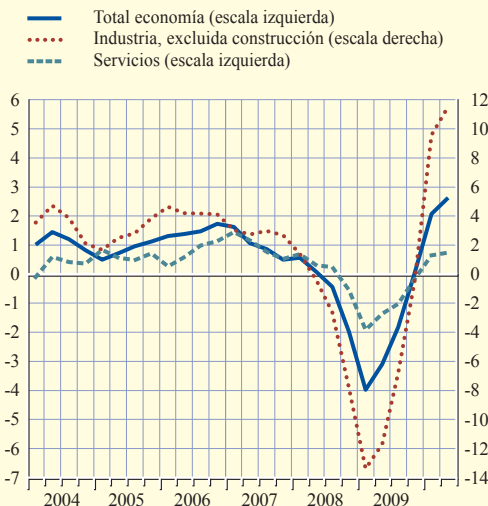


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
 Notas: Los saldos netos están ajustados a la media. A partir de mayo de 2010, los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea hacen referencia a la clasificación NACE Rev. 2.

Desde la perspectiva sectorial, el empleo en el segundo trimestre aumentó en dos subsectores, los servicios financieros y empresariales y la administración pública, mientras que disminuyó en todos los demás (véase cuadro 6 y gráfico 30). Sin embargo, las horas trabajadas se recuperaron en todos los secto-

**Gráfico 31 Productividad del trabajo**

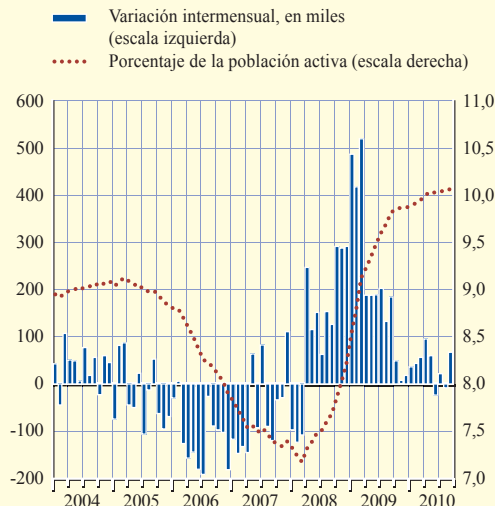
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 32 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

res, salvo en la agricultura y en la pesca. Dado que gran parte del descenso observado en el total de horas trabajadas en 2009 se produjo a través de reducciones de las cuentas de horas de los trabajadores en lugar de a través del empleo, hasta el momento la recuperación ha tenido un efecto más positivo en términos de horas trabajadas.

Las pérdidas de empleo observadas en los últimos trimestres, junto con la recuperación del crecimiento del producto en la zona del euro, han contribuido a un repunte de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro (medida como producto por empleado) siguió aumentando en el segundo trimestre de 2010, hasta situarse en el 2,6%, en tasa interanual, frente al 2,1% del trimestre anterior (véase gráfico 31). La productividad por hora trabajada también continuó creciendo, hasta el 1,8%, en el segundo trimestre. En gran medida, este aumento es atribuible a la industria (excluida la construcción), junto con una variación menos negativa de la productividad en la construcción. La productividad se incrementó de manera más gradual en la rama de servicios.

La tasa de paro de la zona del euro se situó en el 10,1% en septiembre, un leve incremento en relación con el mes anterior, después de que los datos de agosto se revisaran ligeramente a la baja. La tasa de paro para el tercer trimestre de 2010 en su conjunto fue del 10%, sin cambios con respecto a la del segundo trimestre (véase gráfico 32). De cara al futuro, los indicadores de opinión mejoraron en el tercer trimestre de 2010 y siguieron haciéndolo octubre, lo que indica una nueva estabilización del desempleo de la zona del euro en los próximos meses. Este hecho es acorde también con la revisión a la baja de la tasa de paro esperada para 2011 en la encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 6 en la sección 3).

#### 4.3 PERSPECTIVA DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

De cara al futuro, las últimas encuestas y estimaciones estadísticas confirman el mantenimiento de la positiva dinámica subyacente de la recuperación en la zona del euro. Se espera que la recuperación a escala mundial continúe, lo que tendría un efecto favorable y persistente sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, la demanda interna del sector privado debería contribuir al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances llevado a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación.

Se considera que los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja, aunque se mantiene la incertidumbre. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con más intensidad de lo previsto, respaldando con ello las exportaciones de la zona del euro. Por otra parte, sigue preocupando que se reactiven las tensiones en los mercados financieros. Además, las nuevas subidas de los precios del petróleo y de otras materias primas y la intensificación de las presiones proteccionistas, así como la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, podrían influir negativamente.

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

### 5.1 TIPOS DE CAMBIO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, el euro se apreció un 3,2%, en términos efectivos nominales. La apreciación del euro fue generalizada frente a todas las principales monedas.

#### TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El 3 de noviembre de 2010, 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 3,2% por encima del nivel registrado a finales de julio de 2010, pero un 4,8% por debajo de la media de 2009 (véase gráfico 33). La apreciación del euro fue generalizada frente a todas las principales monedas y vino acompañada de un aumento de la volatilidad implícita de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las otras principales monedas, con la excepción del yen japonés.

#### DÓLAR ESTADOUNIDENSE/EURO

En el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, el euro se apreció frente al dólar estadounidense, cotizando en esa fecha a 1,40 dólares, un 7,6% por encima del nivel observado a finales de julio y un 0,5% por encima de la media de 2009. Esta apreciación estuvo determinada, principalmente, por las expectativas de los mercados respecto al curso que seguirían en el futuro la política monetaria y la política fiscal de Estados Unidos, así como por la evolución económica a corto plazo de la zona del euro en relación con Estados Unidos.

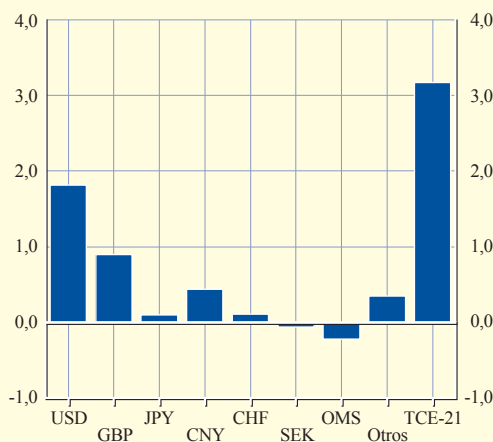
Gráfico 33 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21) y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-21<sup>2)</sup>  
Del 30 de julio de 2010 al 3 de noviembre de 2010  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

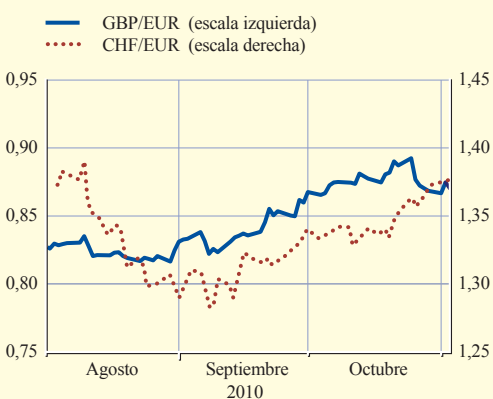
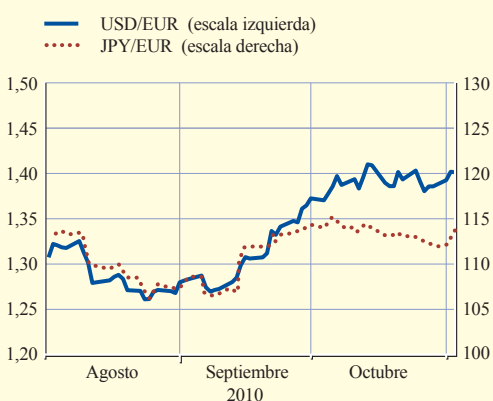
1) Un aumento del índice supone una apreciación del euro frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro (incluidos todos los Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro).

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

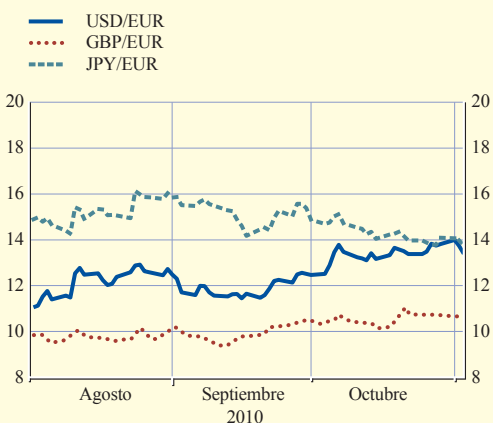
**Gráfico 34 Evolución de los tipos de cambio y volatilidades implícitas**

(datos diarios)

**Tipos de cambio**



**Volatilidades implícitas del tipo de cambio (a tres meses)**

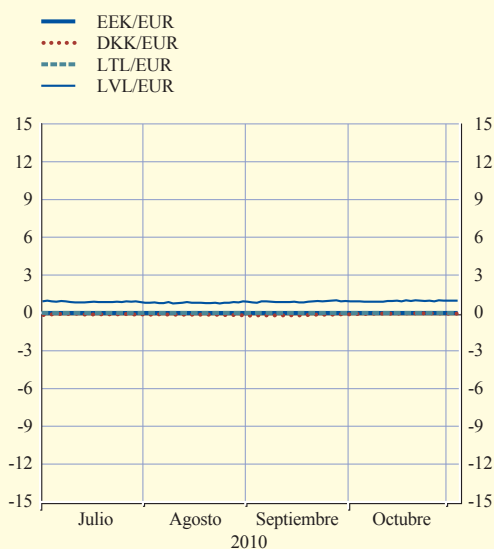


Fuentes: Bloomberg y BCE.

mismo tiempo, el lats letón siguió situándose en la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$  establecida unilateralmente.

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

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



Fuente: BCE.

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

**YEN/EURO**

A comienzos de noviembre, el euro se apreció ligeramente frente al yen japonés con respecto al nivel observado tres meses antes. El 3 de noviembre de 2010, la moneda única cotizaba a 113,7 yenes, un 0,9% por encima del nivel de finales de julio, pero todavía un 12,8% por debajo de la media de 2009. Durante el mismo período de tres meses, la volatilidad implícita del tipo de cambio entre estas dos monedas se redujo tanto en el horizonte de corto plazo como en el de largo plazo (véase gráfico 34).

**MONEDAS DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE**

En el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, 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

Por lo que respecta a las monedas de los Estados miembros de la UE que no participan en el MTC II, el euro se apreció un 4,2% frente a la libra esterlina en el período de tres meses transcurrido hasta el 3 de noviembre de 2010, cotizando en esa fecha a 0,87 libras por euro. Durante el mismo período, el euro se depreció frente a las monedas de los tres países de Europa central: un 1,1% frente a la corona checa, un 4,8% frente al forint húngaro y un 1,9% frente al zloty polaco.

### OTRAS MONEDAS

El euro se apreció ligeramente frente al franco suizo en los tres meses transcurridos hasta comienzos de noviembre. El 3 de noviembre de 2010, cotizaba a 1,38 francos suizos, es decir, un 1,6% por encima del nivel de finales de julio. Durante el mismo período, el euro se apreció frente al renminbi chino y frente al dólar de Hong Kong, siguiendo una evolución bastante paralela a la observada frente al dólar estadounidense.

## 5.2 BALANZA DE PAGOS

*El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro siguió creciendo, aunque a un ritmo más lento, en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2010. En agosto, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro, acumulado de doce meses, se redujo notablemente, hasta 41,2 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB de la zona del euro), en comparación con un año antes. En la cuenta financiera, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera descendieron de nuevo, hasta un total acumulado de 84,1 mm de euros, en el año transcurrido hasta agosto.*

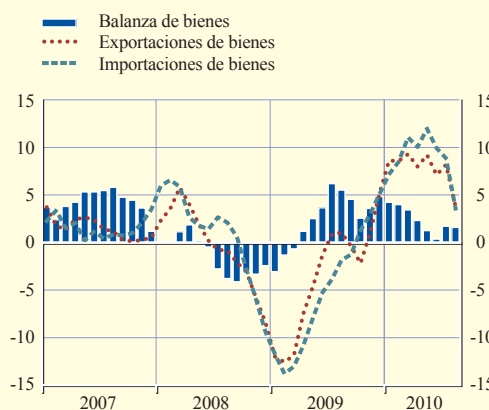
### COMERCIO Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

El comercio de bienes con países no pertenecientes a la zona del euro aumentó de nuevo en agosto de 2010, aunque a una tasa de crecimiento más baja en comparación con la del primer semestre del año. Los datos de la balanza de pagos indican que las exportaciones de bienes a países de fuera de la zona del euro aumentaron, en términos nominales, un 3,8% en el período de tres meses transcurrido hasta agosto de 2010, frente al 9,2% registrado en el período de tres meses anterior, hasta mayo de 2010 (véanse gráfico 36 y cuadro 7).

La moderación del crecimiento de las exportaciones a esos países puede explicarse por la desaceleración en curso de la actividad económica mundial y por la gradual desaparición de factores transitorios, como las políticas de estímulo fiscal y el ciclo de existencias. Al mismo tiempo, las exportaciones de la zona del euro se han visto favorecidas por ciertos aumentos de la competitividad en términos de precios como consecuencia de la depreciación del euro hasta finales de agosto de 2010. La desagregación geográfica de las exportaciones de la zona del euro por principales socios comerciales indica que el reciente aumento es atribuible, principalmente, a Asia, la OPEP y Estados Unidos

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

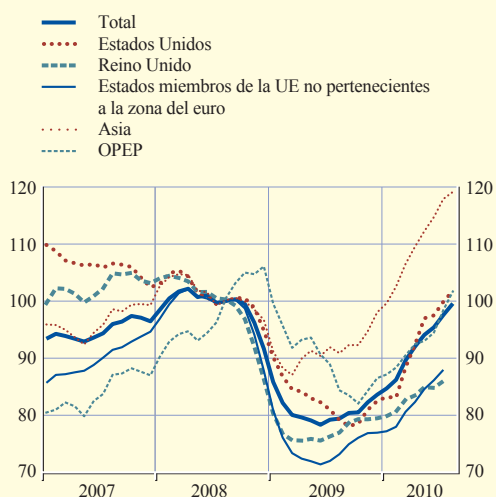
(tasas de variación intertrimestral; para la balanza de bienes, mm de euros y medias móviles de tres meses; datos mensuales desestacionalizados y ajustados por días laborables)



Fuente: BCE.

**Gráfico 37 Exportaciones nominales a algunos socios comerciales no pertenecientes a la zona del euro**

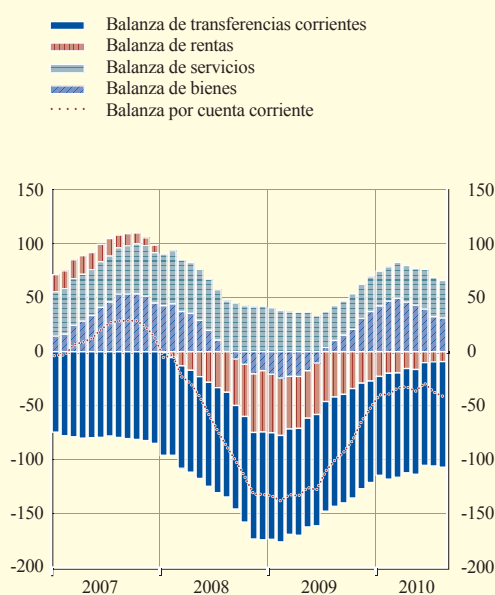
(índices: III 2008 = 100; datos desestacionalizados; medias móviles de tres meses)



Fuentes: Eursotat y cálculos del BCE.  
 Notas: Las observaciones más recientes corresponden a agosto de 2010, salvo en el caso de los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y Reino Unido (julio de 2010). El agregado «Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro» no incluye Dinamarca, Suecia ni el Reino Unido.

**Gráfico 38 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.

(véase gráfico 37), mientras que la contribución del Reino Unido y de otros Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro fue más moderada.

Por lo que se refiere a las importaciones de bienes provenientes de fuera de la zona del euro, la tasa de crecimiento descendió, en términos nominales, hasta el 3,6% en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2010, frente al 11,9% del período de tres meses anterior, transcurrido hasta mayo. En conjunto, el crecimiento reciente, en términos nominales, de las importaciones de la zona del euro, es atribuible, principalmente, al incremento de los precios de importación, como consecuencia de la subida de los precios de las materias primas y de la depreciación de los tipos de cambio.

El crecimiento del comercio de servicios con países no pertenecientes a la zona del euro se moderó en el período de tres meses transcurrido hasta agosto de 2010. Las exportaciones de servicios aumentaron, en términos nominales, a una tasa del 0,3%, es decir, 4,5 puntos porcentuales por debajo de la tasa registrada en el período de tres meses anterior. Las importaciones nominales de servicios crecieron a una tasa intertrimestral del 3,4%, frente al 5,1% observado en el período de tres meses anterior (véase cuadro 7).

En el año transcurrido hasta agosto, el déficit por cuenta corriente acumulado de doce meses se redujo significativamente (véanse gráfico 38 y cuadro 7), hasta 41,2 mm de euros (alrededor del 0,5% del PIB) en comparación con los 100,8 mm de euros registrados en el mismo período un año antes. Dado que las importaciones crecieron a un ritmo ligeramente más lento que las exportaciones en el período de tres



**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 Período que finalizó en				Cifras acumuladas de 12 meses hasta	
	2010 Jul	2010 Ago	2009 Nov	2010 Feb	2010 May	2010 Ago	2009 Ago	2010 Ago
<i>mm de euros</i>								
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-4,1</b>	<b>-7,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-100,8</b>	<b>-41,2</b>
Bienes	2,9	0,9	3,6	4,0	1,2	1,6	10,3	31,2
Exportaciones	133,3	130,1	107,6	116,8	127,5	132,4	1.346,7	1.452,8
Importaciones	130,4	129,2	104,0	112,8	126,3	130,8	1.336,4	1.421,6
Servicios	2,4	1,5	2,0	3,5	3,6	2,4	32,2	34,6
Exportaciones	41,6	40,9	38,6	40,1	42,0	42,1	483,5	488,5
Importaciones	39,2	39,4	36,6	36,6	38,4	39,7	451,3	453,9
Rentas	-1,4	-1,3	-1,6	0,2	-1,0	-0,8	-42,1	-9,3
Transferencias corrientes	-8,1	-8,5	-7,1	-8,7	-7,9	-8,9	-101,1	-97,8
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>	<b>4,8</b>	<b>10,3</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>13,9</b>	<b>6,7</b>	<b>84,6</b>	<b>75,4</b>
Total inversiones directas y de cartera netas	-17,5	-0,8	9,3	15,3	15,5	-12,1	249,0	84,1
Inversiones directas netas	-0,6	-11,0	-10,5	0,3	-19,5	-7,5	-154,3	-111,9
Inversiones de cartera netas	-17,0	10,2	19,8	15,0	35,0	-4,6	403,3	196,0
Acciones y participaciones	6,7	21,7	-16,4	8,9	-9,4	15,9	-0,1	-3,0
Valores distintos de acciones	-23,6	-11,4	36,2	6,2	44,4	-20,5	403,4	199,0
Bonos y obligaciones	-34,5	-22,5	11,8	3,0	30,3	-19,3	137,4	77,5
Instrumentos del mercado monetario	10,9	11,1	24,4	3,2	14,1	-1,2	266,0	121,5
Otras inversiones netas	24,5	8,7	-7,9	-18,0	-0,5	-7,9	-179,3	-30,8
<i>variaciones porcentuales sobre el período anterior</i>								
<b>Bienes y servicios</b>								
Exportaciones	-1,5	-2,2	1,0	7,3	8,1	2,9	-13,0	6,1
Importaciones	-2,1	-0,5	2,6	6,2	10,3	3,5	-13,0	4,9
<b>Bienes</b>								
Exportaciones	-0,3	-2,4	1,0	8,6	9,2	3,8	-15,4	7,9
Importaciones	-1,8	-0,9	2,9	8,5	11,9	3,6	-16,0	6,4
<b>Servicios</b>								
Exportaciones	-5,2	-1,6	1,1	3,8	4,8	0,3	-5,4	1,0
Importaciones	-3,3	0,6	1,6	-0,2	5,1	3,4	-2,9	0,6

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.

meses transcurrido hasta agosto, el superávit comercial en concepto de bienes y servicios mejoró aún más en comparación con las cifras registradas un año antes (véase cuadro 7). Esta mejora, sumada al descenso de los déficits de las balanzas de rentas y transferencias corrientes, contribuyó a la reducción del déficit por cuenta corriente.

De cara al futuro, se espera que las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro sigan creciendo en el corto plazo, como sugieren las encuestas y los indicadores de corto plazo disponibles. No obstante, dado que la economía mundial ha venido experimentando una desaceleración, la recuperación del comercio internacional podría ser más débil. Con todo, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero de la zona del euro, disponible hasta octubre de 2010, se mantiene muy por encima del umbral de 50, que separa la expansión de la contracción. Aunque el índice aumentó en octubre, la desaceleración del ritmo de recuperación del comercio ha continuado hasta el segundo semestre del año.

## CUENTA FINANCIERA

En el período de tres meses transcurrido hasta agosto de 2010, el agregado de inversiones directas y de cartera registró, en promedio, salidas netas mensuales por importe de 12,1 mm de euros, frente a las

entradas netas de 15,5 mm de euros contabilizadas en el período de tres meses anterior (véanse gráfico 39 y cuadro 7). Esta evolución tuvo su origen en un cambio de signo de las inversiones de cartera netas, que pasaron de registrar entradas netas a contabilizar salidas netas. Por lo que respecta a las inversiones directas, las salidas netas fueron menores en los tres meses transcurridos hasta agosto que en el período de tres meses anterior.

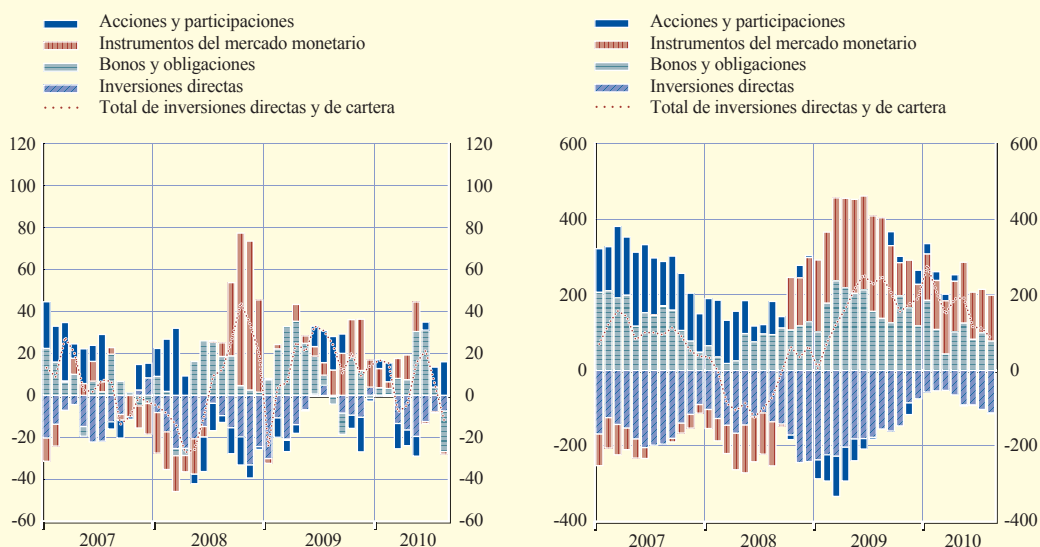
En el período de tres meses transcurrido hasta agosto, el descenso de las salidas netas de inversiones directas refleja una moderación de las inversiones en el exterior a través de préstamos entre empresas relacionadas, realizadas por residentes en la zona del euro a sus filiales extranjeras. El cambio de signo, de entradas netas a salidas netas en las inversiones de cartera oculta dos efectos de signo contrario en el mercado de valores de renta variable y de renta fija. La evolución del mercado de renta fija indica un cambio de signo en las inversiones en bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario de la zona del euro, que pasaron de registrar entradas netas a contabilizar salidas netas en el período de tres meses transcurrido hasta agosto. No obstante, la evolución de los bonos y obligaciones podría indicar una normalización de las inversiones de no residentes en este tipo de valores de la zona del euro, tras los fuertes incrementos registrados en los meses anteriores en respuesta a las tensiones en los mercados financieros. Por lo que respecta a la inversión en instrumentos del mercado monetario, se produjo un cambio de signo, a salidas netas, como resultado del aumento de las inversiones realizadas en el exterior por residentes de la zona del euro. Por el contrario, la inversión en acciones y participaciones registró un cambio de signo, a entradas netas, como consecuencia del incremento de las inversiones realizadas por no residentes en la zona del euro. Este cambio podría reflejar una mejora de las expectativas respecto a los beneficios de las empresas de la zona.

Por lo que se refiere a la evolución a más largo plazo, las entradas netas del agregado de inversiones directas y de cartera se redujeron hasta 84,1 mm de euros en el período de doce meses transcurrido

**Gráfico 39 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.

hasta agosto de 2010, frente a los 249 mm de euros contabilizados en el mismo período un año antes; este descenso estuvo determinado, principalmente, por la caída de las entradas netas de inversiones de cartera (véase cuadro 7). La desagregación por instrumentos indica que esta caída de las entradas netas tuvo su origen, fundamentalmente, en nuevos descensos de las entradas netas de valores distintos de acciones y, en particular, de una reducción de las inversiones de no residentes en instrumentos del mercado monetario de la zona del euro.

## ARTÍCULOS

# RECONSIDERACIÓN DE LA RELACIÓN ENTRE LAS BURBUJAS DE PRECIOS DE LOS ACTIVOS Y LA POLÍTICA MONETARIA



*A la luz de la reciente crisis financiera, en este artículo se reconsidera el papel de los precios de los activos en la ejecución de la política monetaria, centrándose en la conveniencia y viabilidad de «intervenir en contra de la tendencia» a la creación de burbujas en los precios de los activos mediante la instrumentación de la política monetaria.*

*Los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos son potencialmente muy costosos en términos de producto y estabilidad de precios. Los bancos centrales tienen interés en reducir los riesgos para la estabilidad de precios que se deriven de estos acontecimientos. En este contexto, en el presente artículo se expone que tanto la experiencia de la reciente crisis financiera como los resultados de la investigación económica han reforzado los argumentos a favor de que los bancos centrales «intervengan en contra de la tendencia» a la formación de burbujas en los precios de los activos. Si bien la identificación de estas burbujas no es tarea fácil, la investigación reciente sugiere que los indicadores de dinero y crédito pueden ayudar a predecir los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, por lo que es fundamental que los bancos centrales realicen un estrecho seguimiento de estas variables de forma periódica.*

*La estrategia de política monetaria del BCE orientada hacia la estabilidad contiene elementos del enfoque de «intervenir en contra de la tendencia». En particular, el papel destacado asignado al análisis monetario dentro de esta estrategia asegura que las condiciones de dinero, crédito y liquidez, empíricamente asociadas a la evolución de los precios de los activos, se tengan debidamente en cuenta en la ejecución de la política monetaria. El análisis monetario proporciona un valioso marco para el análisis de los riesgos a largo plazo para la estabilidad de precios, como los que se deriven de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos.*

### I INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera ha vuelto a demostrar que los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos pueden tener efectos de gran magnitud sobre la estabilidad macroeconómica. En cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios, los bancos centrales han de considerar si y cómo deben incorporar un análisis de esta evolución de los precios de los activos en sus decisiones de política monetaria. En este contexto, en el presente artículo se reconsidera la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria, extrayendo conclusiones tanto de la experiencia reciente como de los avances en la literatura económica.

En el pasado, el BCE ha abogado por tener en cuenta la posibilidad de «intervenir en contra de la tendencia» a la formación de burbujas en los precios de los activos a la hora de adoptar decisiones de tipos de interés<sup>1</sup>. Este enfoque no supone establecer objetivos concretos de precios para un de-

terminado activo o índice, sino que trata más bien de asegurar que la evaluación general sobre la que se basan las decisiones de política monetaria incorpore un análisis de los riesgos a medio y largo plazo para la estabilidad de precios derivados de la evolución de los precios de los activos.

En efecto, existe una variedad de mecanismos a través de los cuales los precios de los activos pueden afectar a los precios de consumo. Por ejemplo, pueden hacerlo a través de un efecto riqueza por el lado de los consumidores y de un «efecto Q» por el lado de las empresas<sup>2</sup>. Si Q —es decir, la ratio entre el valor bursátil de una empresa y el coste de reposición de su capital— se eleva como consecuencia de un aumento del precio de las acciones, la empresa puede captar más capital mediante sus emisiones de acciones. Ello hace que la obtención

- 1 «Burbujas del precio de los activos y política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril 2005.
- 2 Véase Tobin, J., «A general equilibrium approach to monetary theory», *Journal of Money, Credit and Banking*, 1, 1969, pp. 15-29. La Q de Tobin se define como el valor de mercado del capital en relación con su coste de reposición.

de nuevo capital sea más atractiva para las empresas, con el consiguiente incremento de la demanda de inversión, lo que puede, a su vez, elevar los precios de los bienes y servicios. Otros efectos adicionales pueden derivarse de los precios de los inmuebles residenciales, los cuales, a través de los aumentos salariales pedidos por los trabajadores, pueden generar subidas de los precios de los bienes y servicios y, por ende, de los precios de consumo. Finalmente, otro posible canal puede ser el impacto de los precios de los activos sobre la confianza de los inversores y consumidores.

La investigación realizada en la pasada década ofrece también evidencias de la existencia de un vínculo entre, por un lado, la evolución del dinero y del crédito y, por otro, la de los precios de los activos<sup>3</sup>. En consecuencia, la estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares —en la que se atribuye un papel relevante al análisis monetario— se ha considerado como un marco adecuado para el análisis de las relaciones entre el dinero, el crédito y los precios de los activos, con vistas a evaluar los riesgos para la estabilidad de precios.

Este artículo muestra que tanto la evolución económica reciente como los resultados de la investigación económica han reforzado los argumentos a favor de que los bancos centrales «intervengan en contra de la tendencia» a la creación de desequilibrios en los precios de los activos. Al considerar la evolución de los precios de los activos a través de la perspectiva de la evolución monetaria, la estrategia de política monetaria del BCE incorpora el comportamiento de estos precios en el marco analítico general diseñado para mantener la estabilidad de precios en la zona del euro.

El artículo está estructurado de la manera siguiente. En la segunda sección se presenta el enfoque de «intervenir en contra de la tendencia» en la ejecución de la política monetaria y se reseñan los principales argumentos tradicionales en contra de dicho enfoque, además de describir los desarrollos más recientes relativos a su posible aplicación. En la tercera sección se ilustran los resultados de la investigación reciente sobre los métodos de identificación de los ciclos alcistas y bajistas del precio

de los activos, mientras que en la cuarta se analiza el papel del dinero y del crédito como indicadores de alerta temprana en relación con dichos ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos. A este respecto, este artículo no aborda el debate sobre las propiedades tradicionales del dinero y el crédito como indicadores adelantados de los precios de consumo, que se examinan en el otro artículo del presente Boletín Mensual<sup>4</sup>. En la quinta sección se presentan algunas conclusiones.

## 2 ARGUMENTOS A FAVOR DE «INTERVENIR EN CONTRA DE LA TENDENCIA»

Antes del inicio de la crisis financiera en agosto de 2007, una importante corriente de opinión sostenía que los bancos centrales no debían «intervenir en contra» de las subidas de precios de los activos en la ejecución de la política monetaria. Aunque se estimaba que estaba justificado contener las presiones inflacionistas a corto y medio plazo derivadas de efectos riqueza positivos sobre las decisiones de gasto durante la fase alcista, era opinión generalizada que los bancos centrales debían dejar estallar las burbujas de precios de los activos de forma natural, en lugar de intervenir para contenerlas. El enfoque considerado más adecuado era el de sostener la economía con una política monetaria acomodaticia durante la fase bajista y no intentar moderar la fase alcista inicial.

Los acontecimientos recientes han puesto en entredicho este punto de vista. Ahora está claro que, en los años anteriores al inicio de la crisis financiera, unas moderadas presiones inflacionistas coexistieron con un crecimiento galopante de los precios de los activos y una lenta acumulación de desequilibrios financieros. En este contexto, las predicciones de inflación, centradas en el corto plazo, pueden no ser un buen indicador de la formación en la economía de desequilibrios que pueden suponer riesgos para la estabilidad de precios

3 Borio, C. y Lowe, P., «Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?», *BIS Working Papers*, n.º 157, BPI, Basilea, 2004. Véanse también las referencias indicadas en el recuadro 3 del artículo citado en la nota 1.

4 Véase el artículo titulado «Cómo mejorar el análisis monetario», en el presente Boletín Mensual.

a más largo plazo. En estas circunstancias, intervenir en contra de la tendencia hacia desajustes en los precios de los activos puede ser una mejor opción de política monetaria<sup>5</sup>.

Intervenir en contra de la tendencia no implica establecer objetivos de precios de los activos. Por el contrario, puede definirse como una estrategia mediante la cual, ante una burbuja de precios de los activos que se va inflando, el banco central adopta una política monetaria algo más restrictiva de lo que habría hecho de haber existido perspectivas macroeconómicas similares en una situación más normal de los mercados de activos. De este modo, el banco central —en una fase temprana de la evolución de los mercados— peca de exceso de prudencia al intentar evitar alimentar la burbuja con una política demasiado acomodaticia. En cumplimiento de su mandato de mantener la estabilidad de precios de forma duradera, el banco central puede pues tolerar una volatilidad a corto plazo de los precios algo más elevada, a cambio de mejores perspectivas de mantenimiento de la estabilidad de precios a más largo plazo.

El tradicional escepticismo respecto a intervenir en contra de la tendencia se ha basado en tres preocupaciones legítimas<sup>6</sup>. En primer lugar, en épocas de euforia en los mercados, pueden surgir dudas acerca de la eficacia de la política monetaria para contener las subidas de precios de los activos. Puede ser necesario elevar los tipos de interés oficiales de forma significativa para ejercer un efecto apreciable sobre el fuerte aumento de los precios de los activos. En segundo lugar, se ha considerado la política monetaria como una herramienta muy poco precisa para contener las burbujas de precios de los activos. En circunstancias normales, la elevación de los tipos de interés oficiales hace bajar los precios de muchos activos (incluidos los que no están subiendo de forma acusada), al tiempo que modera el crecimiento de la economía real y los precios de consumo. En consecuencia, el daño colateral provocado por una política monetaria que interviene en contra de las burbujas de precios de los activos podría ser considerable. En tercer lugar, la capacidad de los bancos centrales para identificar las burbujas de precios de los

activos en tiempo real suscita cierta preocupación. En particular, si el crecimiento de los precios de los activos estuviera determinado y justificado por cambios en las variables fundamentales de la economía (en lugar de constituir una burbuja), una respuesta de política monetaria a esta escalada podría desestabilizar la economía innecesariamente.

Sin embargo, la experiencia adquirida durante la crisis financiera y los resultados de la reciente investigación empírica y teórica han arrojado más luz sobre esta cuestión y atenúan, en general, la citada preocupación, por lo que sustentan el enfoque de intervenir en contra de las burbujas de precios de los activos como sólida opción a incorporar en la formulación de la política monetaria<sup>7</sup>.

- 5 Un concepto estrechamente relacionado con este tema, que aparece en la literatura, es el de «intervenir en contra de la fragilidad financiera». Este concepto fue abordado en Diamond, D.W. y Rajan, R.G., «Illiquidity and interest rate policy», *NBER Working Papers*, n.º 15197, Cambridge, Massachusetts, 2009, y Giavazzi, F. y Giovannini, A., «Central banks and the financial system», *CEPR Discussion Papers*, n.º DP7944, Londres, 2010. Los autores abogan por que los bancos centrales traten la fragilidad inherente al sistema financiero —que se deriva de la transformación de la liquidez por las entidades de crédito (es decir, la tendencia a tomar préstamo en demasía, a plazos demasiado cortos, y luego invertir en activos excesivamente ilíquidos)— añadiendo una prima a los tipos de interés oficiales, de modo que estos sean más altos que el tipo de interés «natural» en circunstancias normales.
- 6 Véanse, por ejemplo, Kohn, D., «Monetary policy and asset prices», ponencia presentada en el coloquio titulado «Monetary policy: a journey from theory to practice» celebrado en honor de Otmar Issing, Fráncfort del Meno, 16 de marzo de 2006, y Assenmacher-Wesche, K. y Gerlach, S., «Monetary policy and financial imbalances: facts and fiction», *Economic Policy*, vol. 25, n.º 63, 2010, pp. 437-482.
- 7 Cabe observar que, en una fase relativamente temprana, este tema ya fue objeto de estudio por parte del BCE, que se ha mostrado en cierta medida favorable y abierto al principio de intervenir en contra de la tendencia, al tiempo que señalaba la existencia de un vínculo implícito con el pilar del análisis monetario dentro de la estrategia de política monetaria del BCE. Véanse, por ejemplo: Issing, O., «Monetary and financial stability: is there a trade-off?», ponencia presentada en la Conferencia del BPI titulada «Monetary stability, financial stability and the business cycle», Basilea, 28-29 de marzo de 2003; Trichet, J.-C., «Asset price bubbles and monetary policy», Conferencia MAS, Singapur, 8 de junio de 2005; y, más recientemente, Papademos, L., «Financial market excesses and corrections: a central banker's perspective», ponencia presentada en el Foro Internacional de Investigación sobre Política Monetaria, Fráncfort del Meno, 26 de junio de 2008; González-Páramo, J.M., «Financial market failures and public policies: a central banker's perspective on the global financial crisis», palabras de despedida pronunciadas en el XVI Encuentro de Economía Pública, Granada, 6 de febrero de 2009; Stark, J., «Monetary policy before, during and after the financial crisis», ponencia presentada en la Universidad de Tübingen, Tübingen, 9 de noviembre de 2009; y Trichet, J.-C., «Credible alertness revisited», intervención en el simposio de la Reserva Federal titulado «Financial Stability and Macroeconomic Policy», Jackson Hole, 22 de agosto de 2009.

En primer lugar, por lo que se refiere al escepticismo respecto a la efectividad y eficiencia de la política monetaria para contener las burbujas de precios de los activos, la investigación reciente ha apuntado a canales adicionales de transmisión de dicha política. De cada uno de estos canales podría esperarse razonablemente que intensifique el impacto de la política monetaria durante los ciclos alcistas. Por ejemplo, el canal de «asunción de riesgos» sugiere que la actitud de las entidades de crédito ante el riesgo está estrechamente correlacionada con la orientación de la política monetaria. En presencia de un considerable apalancamiento intrasectorial, incluso aumentos relativamente reducidos de los tipos de interés oficiales pueden originar cambios significativos en las condiciones del crédito y en la dinámica de los mercados, en la medida en que alteran la tolerancia al riesgo de las instituciones financieras.

De forma similar, mecanismos que operan a través de los efectos de señalización de la política monetaria o del papel que pueden desempeñar los bancos centrales en desalentar un comportamiento gregario por parte de los inversores pueden dar lugar a que las modificaciones de los tipos de interés oficiales ejerzan sobre los precios de los activos efectos más pronunciados de lo que se solía considerar que ocurría en el pasado<sup>8</sup>. Respecto a este canal de transmisión de señales, se ha argumentado que las medidas de política monetaria transmiten la evaluación del estado de la economía por parte del banco central de una manera más creíble que cualquier discurso o declaración. A su vez, ello permite a los inversores realizar sus inversiones de una manera más eficiente y coordinada. En lo relativo al comportamiento gregario, según el cual los inversores prestan atención a las decisiones de otros participantes en el mercado, cuanto mayor sea el seguimiento de una determinada tendencia en los mercados, mayor será la probabilidad de que los inversores alimenten una burbuja. Se observa que elevar los tipos de interés oficiales puede ser una medida eficaz para detener un comportamiento gregario y persuadir a los inversores para que basen sus decisiones en su propia información acerca de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión<sup>9</sup>.

En segundo lugar, por lo que respecta a las implicaciones, en términos de bienestar social, de intervenir en contra de la tendencia, se ha profundizado y perfeccionado el análisis de los costes de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos en las economías desarrolladas<sup>10</sup>. El cálculo de los costes de las burbujas basado en modelos teóricos da resultados ambiguos<sup>11</sup> o incluso justifica las burbujas, en el sentido de considerar que corresponden a comportamientos optimizadores individuales en modelos de equilibrio general<sup>12</sup>. Sin embargo, los modelos teóricos existentes utilizan supuestos bastante específicos para permitir la formación de burbujas en modelos de equilibrio general<sup>13</sup> y, en cuanto al análisis en términos de bienestar, tienden a desdénar aspectos importantes que hacen que las burbujas sean muy costosas en el mundo real. Por ejemplo, en los cálculos del coste social de dejar estallar las burbujas de precios de los activos no se incluyen generalmente la carga fiscal para las futuras generaciones, la pérdida de confianza en la economía de mercado y los incentivos a asumir mayores riesgos en el futuro, como consecuencia de distintas clases de intervenciones públicas y de planes de rescate, es decir, el problema del «riesgo moral». Ciertamente no todos los ciclos alcistas y bajistas son perjudiciales y tienen efectos reales significativos. Este es también uno de los motivos por los que la fijación automática de objetivos de precios de los activos no es una opción razonable para la política monetaria. Sin embargo, la experiencia de la reciente crisis financiera, que ha estado acompañada de una fuerte caída de la actividad económica mundial, un creciente desempleo y una considerable inestabilidad financiera en una serie de países y mercados, es un recordatorio de que exis-

8 Véase Hoerova, M., Monet, C. y Temzelides, T., «Money talks», *Working Paper Series*, n.º 1091, BCE, Fráncfort del Meno, 2009.

9 Véase Loisel, O., Pommeret, A. y Portier, F., «Monetary policy and herd behavior in new-tech investment», mimeo, 2009.

10 Existe escasa evidencia de efectos beneficiosos derivados de las burbujas de precios de los activos, y esta información se limita principalmente a los países en vías de desarrollo.

11 Véase, por ejemplo, Fahri, E. y Tirole, J., «Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts», *NBER Working Papers*, n.º 15138, Cambridge, Massachusetts, 2009.

12 Véase, por ejemplo, Tirole, J., «Asset bubbles and overlapping generations», *Econometrica*, vol. 53, n.º 6, 1985, pp. 1499-1528.

13 Véase Santos, M.S. y Woodford, M., «Rational asset pricing bubbles», *Econometrica*, vol. 65, n.º 1, 1997, pp. 19-58.

ten ciclos alcistas y bajistas que pueden desencadenar crisis sistémicas y que constituyen, por lo tanto, una seria amenaza para el crecimiento económico mundial.

En tercer lugar, en lo referente a la capacidad de identificar burbujas en tiempo real, la investigación reciente ha puesto de relieve que la incertidumbre respecto a si un ciclo alcista del precio de los activos puede considerarse efectivamente como una burbuja o simplemente como reflejo de variables fundamentales de la economía no es necesariamente mayor que la que rodea a otros conceptos económicos habitualmente utilizados como indicadores por los bancos centrales, como el cálculo de la «brecha de producción». De hecho, algunos estudios recientes de expertos del BPI y del BCE han mostrado que, utilizando métodos estadísticos sencillos para analizar las variaciones rápidas y persistentes de los precios de los activos, se pueden identificar períodos potencialmente peligrosos de auge en los mercados financieros. En alguna medida, estos períodos pueden predecirse mediante un atento análisis de la evolución del dinero y del crédito. En particular, la relación de indicador adelantado entre el crédito privado y los ciclos alcistas del precio de los activos, observada en los precios de las acciones de la zona del euro en 2005<sup>14</sup>, ha sido confirmada posteriormente por los estudios empíricos sobre varios países de la OCDE respecto tanto a los precios de la vivienda como a los de las acciones<sup>15</sup>. En las secciones siguientes se describen con más detalle estos resultados y los métodos utilizados para obtenerlos.

### 3 DETECCIÓN DE LOS CICLOS ALCISTAS Y BAJISTAS DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS UTILIZANDO DIVERSOS MÉTODOS

El problema de cómo identificar y cuantificar las burbujas de precios de los activos y los desajustes y/o desequilibrios financieros siempre ha sido, y sigue siendo, extremadamente difícil. A esta dificultad se suma la necesidad, para que resulte operativo desde el punto de vista de la política monetaria, de reconocer las complicaciones adicionales que plantea la evaluación en tiempo real, como los

desfases en la publicación de series temporales clave y las posteriores revisiones de los datos.

Como punto de partida, es importante tener una idea clara de lo que se entiende por desajuste en los precios de los activos. Desde la perspectiva de la política económica, es de especial interés identificar aquellos períodos, alcistas y bajistas, que pueden calificarse como perjudiciales, es decir, los que tienen graves efectos económicos reales. Estos períodos incluyen con frecuencia crisis monetarias y bancarias, habitualmente precedidas de un ciclo de subida y posterior caída del precio de los activos, que distorsiona la asignación de recursos en la economía y afecta a la estabilidad macroeconómica durante un tiempo prolongado. Tras el estallido de una burbuja en el precio de los activos, puede producirse un período de fuerte contracción económica, caracterizada por un reajuste desordenado de los mercados, pérdidas de producción, caídas de los precios inmobiliarios y elevada incertidumbre<sup>16</sup>.

La literatura económica reciente ha definido los desajustes en los precios de los activos y los desequilibrios financieros de distintas maneras. Los métodos van desde metodologías puramente estadísticas, que identifican una evolución de los precios de los activos particularmente fuerte o débil, hasta análisis basados en modelos que incorporan los determinantes fundamentales de la evolución de los índices de precios de los activos. En ambos casos, desviaciones significativas respecto a una determinada norma (definida por la experiencia histórica y el modelo subyacente, respectivamente) se consideran como ciclos alcistas o bajistas.

Por lo que se refiere a las metodologías estadísticas, se ha utilizado una variedad de herramientas para definir los desajustes en los precios de los activos sobre la base de métodos univariantes sim-

14 Véase, por ejemplo, el gráfico 1 del artículo citado en la nota 1.

15 Véanse Alessi, L. y Detken, C., «'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity», *Working Paper Series*, n.º 1039, BCE, Fráncfort del Meno, 2009, y Agnello, L. y Schuknecht, L., «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», *Working Paper Series*, n.º 1071, BCE, Fráncfort del Meno, 2009.

16 Véase el artículo citado en la nota 1.



ples de series temporales. Por ejemplo, Bordo y Jeanne definen un ciclo bajista como un período en el que la media móvil de tres años de la tasa de crecimiento del índice de precios de los activos considerado se sitúa por debajo de un umbral específico (que, en el caso analizado por estos autores, se corresponde con la tasa media de crecimiento menos un determinado múltiplo de la desviación típica de la misma)<sup>17</sup>. Desde entonces la literatura se ha expandido, utilizándose como nivel del umbral o bien un múltiplo diferente de la desviación típica<sup>18</sup> o bien un valor constante<sup>19</sup>. Los últimos estudios varían también considerablemente en cuanto a los índices de precios de los activos a evaluar, que pueden ser índices separados de precios de las acciones y de la vivienda o índices sintéticos que tienen en cuenta la evolución de ambos mercados<sup>20</sup>. Huelga decir que todos estos criterios pueden aplicarse, a la inversa, a los ciclos alcistas, considerando los períodos en los que el índice es más alto que los correspondientes umbrales.

Recientemente, también se han realizado avances con métodos más fundamentados teóricamente, para detectar desajustes en los precios de los activos, como la «metodología de cuantiles», que utiliza regresiones no paramétricas por cuantiles<sup>21</sup>. Esta metodología se basa en la estimación de la distribución de probabilidades de los precios de los activos en función de sus fundamentos macroeconómicos. La hipótesis básica es que la distribución de probabilidades del índice de precios de los activos no es constante en el tiempo, sino que cambia en función del entorno macroeconómico. Así pues, el precio de un determinado activo puede considerarse demasiado alto, normal o demasiado bajo, dependiendo de la situación macroeconómica prevaiente. De esta forma, el método de los cuantiles, al tiempo que permite un análisis de la evolución de la dispersión y asimetría de la distribución de los precios de los activos a lo largo del tiempo, también tiene en cuenta la evolución de los fundamentos macroeconómicos<sup>22</sup>.

En conjunto, estas consideraciones sustentan la idea de que se ha ampliado la gama de métodos actualmente disponibles para detectar períodos de

variaciones excesivas de los precios de los activos. Al mismo tiempo, se podría afirmar en general que la mayor parte de estos métodos recogen, en gran medida, muchas de las últimas crisis (por ejemplo, la crisis escandinava de principios de los noventa y la crisis asiática, así como la crisis más reciente). No obstante, persiste indudablemente la incertidumbre acerca de la correcta identificación de estos episodios en tiempo real, por lo que es necesario contrastar los resultados obtenidos con distintos métodos.

17 Véase Bordo, M.D. y Jeanne, O., «Monetary policy and asset prices: does 'benign neglect' make sense?», *International Finance*, vol. 5, n.º 2, 2002, pp. 139-164.

18 Uno de los ejemplos más recientes de estudios en los que se aplica un umbral diferente y variante en el tiempo es el realizado por Alessi, L. y Detken, C., citado en la nota 15, en el que el criterio utilizado para los ciclos alcistas es un período de al menos tres trimestres consecutivos en los que el índice de precios de los activos es superior a su tendencia recursiva más 1,75 veces la desviación típica. Véase también Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. y Roffia, B., «Asset price misalignments and the role of money and credit», *Working Paper Series*, n.º 1068, BCE, Fráncfort del Meno, 2009, en el que los autores definen un ciclo bajista como aquel en el que el índice sintético de precios de los activos cae por debajo de un cierto umbral (calculado como la media menos 1,5 veces su desviación típica) en un período de tres años.

19 En «Lessons for monetary policy from asset price fluctuations», capítulo 3, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, octubre 2009, se atribuye un valor fijo al umbral. En este estudio, los ciclos bajistas se definen como períodos en los que, en términos reales, la media móvil de cuatro trimestres de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los activos cae por debajo de un umbral, fijado en el -5%, para los precios de la vivienda, y en el -20%, para los precios de las acciones. Otros estudios recientes que atribuyen un valor fijo al umbral son: Detken, C. y Smets, F., «Asset price booms and monetary policy», en Siebert, H. (ed.), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlín, 2004; y Adalid, R. y Detken, C., «Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles», *Working Paper Series*, n.º 732, BCE, Fráncfort del Meno, 2007, en el que el umbral para el índice agregado de precios reales de los activos se sitúa un 10% por encima de su nivel tendencial.

20 Pueden encontrarse algunos ejemplos en el trabajo de Alessi, L. y Detken, C. citado en la nota 15 y en el trabajo de Gerdesmeier, D., Reimers, H.-E. y Roffia, B. citado en la nota 18, por lo que se refiere a los precios de los activos; y en Berg, A. y Pattillo, C., «Predicting currency crises: the indicators approach and an alternative», *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n.º 4, 1999, pp. 561-586, en lo que respecta a las crisis cambiarias.

21 Para más información sobre el tema de la identificación de burbujas en los precios de los activos, en los mercados de valores y de la vivienda (incluida la identificación basada en enfoques fundamentados en la teoría económica), véanse los recuadros 1 y 2 del artículo citado en la nota 1.

22 Puede encontrarse un ejemplo reciente de este enfoque en Machado, J.A.F. y Sousa, J., «Identifying asset price booms and busts with quantile regressions», *Working Papers*, n.º 8/2006, Banco de Portugal, Lisboa, 2006. Véase también el artículo citado en la nota 1.

#### 4 EL PAPEL DEL DINERO Y DEL CRÉDITO COMO INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA

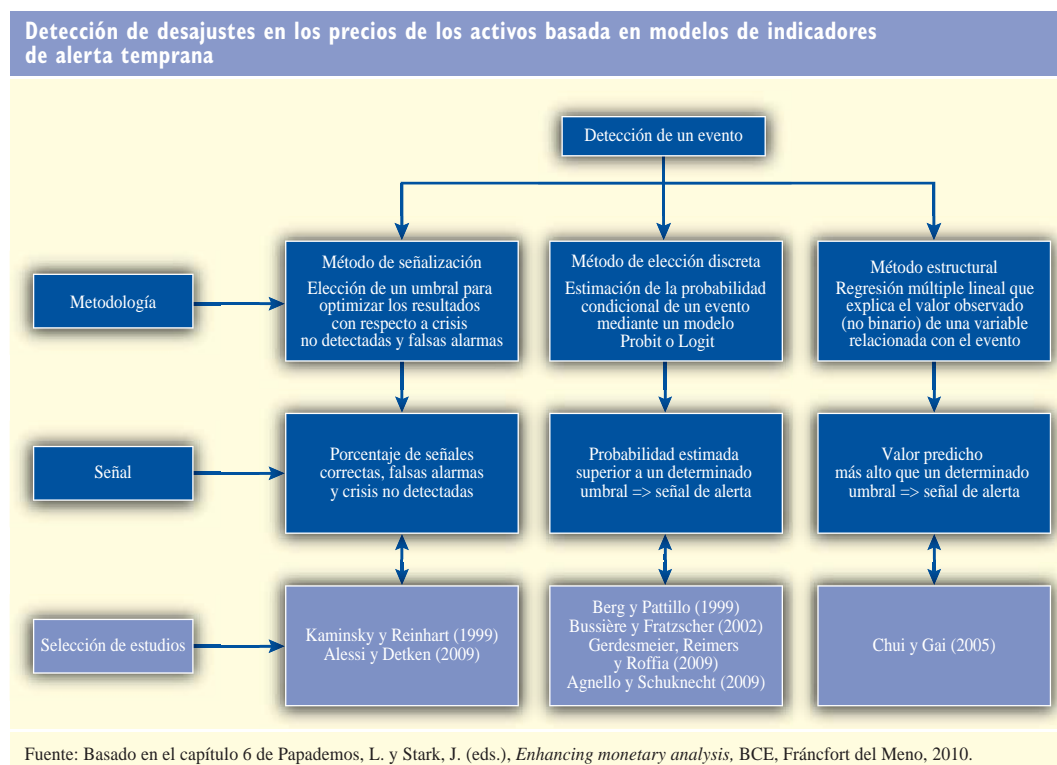
Tras definir las burbujas o los desajustes en los precios de los activos, una cuestión importante desde la perspectiva de la política monetaria —de especial relevancia cuando se está considerando la posibilidad de intervenir en contra de la tendencia— es si estos desajustes y su resolución pueden predecirse razonablemente con suficiente antelación. Los economistas utilizan, entre otras cosas, modelos de «indicadores de alerta temprana», que tienen por objeto detectar patrones irregulares en otras variables que tienden a mostrar un comportamiento inusual antes de ciclos alcistas y bajistas.

En el diagrama adjunto se presentan varios métodos utilizados para poner en práctica este enfoque de alerta temprana, destacando en particular los que se aplicaron en estudios recientes de expertos del BCE<sup>23</sup>. Estos métodos se describen brevemente en la presente sección y se ofrecen ejemplos concretos de su aplicación en el recuadro titulado «Indicadores de alerta temprana de desequilibrios en

los precios de los activos: evidencia empírica reciente basada en estudios del BCE».

El primer método es el método de «señalización». Esta metodología define umbrales específicos para cada indicador. Se emite una señal de alerta de ciclo alcista o bajista en un período dado si el indicador traspasa ese umbral, que podría fijarse, por ejemplo, en un determinado percentil de su propia distribución. La elección del valor del umbral es importante, ya que afecta al número de señales emitidas. Por ejemplo, si el umbral es demasiado alto, el número de señales será demasiado reducido y cabrá la posibilidad de no detectar algunos ciclos bajistas. En cambio, si el umbral es demasiado bajo, las propias fluctuaciones de las variables provocarán alertas más frecuentes, algunas de las cuales serán, sin embargo, falsas alarmas. Para determinar el umbral óptimo, es preciso tener en cuenta la aversión relativa de los responsables de la política monetaria a las crisis no detectadas y a las falsas alarmas.

23 Para otros métodos de indicadores de alerta temprana, véase el capítulo 6 de Papademos, L. y Stark, J. (eds.), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.



El segundo método es la metodología de «elección discreta», que emplea técnicas de regresión para evaluar la capacidad de un indicador para predecir un ciclo alcista o bajista. Más concretamente, esta metodología consiste en efectuar regresiones Probit/Logit bivariantes y/o multivariantes y estimar la probabilidad de un ciclo alcista o bajista en un período de tiempo dado. Se emite una señal de alerta cuando esta probabilidad supera un determinado umbral. Aunque el método de elección discreta presenta varias ventajas (entre otras, la posibilidad de contrastar la significatividad estadística de las distintas variables y calcular la probabilidad de un evento)<sup>24</sup>, no existe una evidencia clara de que este método sea superior al de señalización, como se observó en el contexto de la reciente crisis. Por este motivo, estas metodologías pueden considerarse complementarias y se aplican a menudo de forma paralela.

Algunos otros métodos de identificación de ciclos alcistas y bajistas eran menos comunes en la literatura, pero están adquiriendo gradualmente importancia. Un ejemplo es el método «estructural», que consiste en construir un modelo de alerta temprana en un marco lineal basado en variables macroeconómicas en ambos lados de la relación y definición de algunos umbrales que desencadenan una señal<sup>25</sup>.

Aunque el uso de estos indicadores de alerta temprana ha aumentado en los últimos años (con resultados prometedores en relación con las últimas crisis), cabe reconocer que la literatura económica está todavía dividida con respecto a la confianza en la capacidad de estos tipos de modelos para predecir la próxima crisis financiera (es decir, realizar una predicción correcta fuera de la muestra). No obstante, estudios recientes del BPI y del BCE (que se analizan más adelante) parecen sustentar unas perspectivas más optimistas en torno a este tema<sup>26</sup>.

Aunque los modelos de alerta temprana pueden proporcionar una herramienta para obtener señales (o la probabilidad) de un próximo ciclo alcista o bajista del precio de los activos, un aspecto crucial del funcionamiento de estos modelos es la selección de los indicadores que, de acuerdo con las

regularidades históricas, presentan un comportamiento inusual antes de estos episodios.

Entre estos indicadores destaca la evolución del dinero y del crédito por varias razones. En la literatura teórica se han estudiado distintas relaciones entre el dinero, el crédito y los precios de los activos, como el impacto de la situación de liquidez y de las condiciones del crédito sobre la asunción de riesgos y, por ende, sobre las posiciones en los mercados de activos. Además, si se consideran las regularidades empíricas pasadas, se observa que, históricamente, los ciclos alcistas y bajistas en los mercados de activos parecen haber estado estrechamente asociados a pronunciadas variaciones de los agregados de dinero y de crédito, especialmente en períodos de (i) ciclos bajistas del precio de los activos o de (ii) ciclos alcistas que acaban en crisis financieras<sup>27</sup>.

La experiencia de los últimos años y varios estudios, incluidos los realizados por el BPI, el BCE y el FMI, han corroborado estos resultados. En particular, un resultado sólido que se desprende de todos estos estudios es que distintas medidas de creación excesiva de crédito<sup>28</sup> (como la desviación de la ratio entre el crédito y el PIB mundiales con respecto a su nivel tendencial y el crecimiento

24 Véase, por ejemplo, el trabajo de Berg, A. y Pattillo, C. citado en la nota 20.

25 Chui, M. y Gai, P., *Private sector involvement and international financial crises – an analytical perspective*, Oxford University Press, Oxford, 2005.

26 Para argumentos a favor de la viabilidad de establecer «... un sistema de alerta temprana efectivo y creíble... capaz de extraer con rapidez señales de alarma relativamente fiables de los distintos indicadores ...», véase Reinhart, C.M. y Rogoff, K.S., *This time is different*, Princeton University Press, Princeton, 2009, p. 281.

27 Véanse Fisher, I., *Booms and depressions*, Adelphi, Nueva York, 1932, y Kindleberger, C., *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, John Wiley, Nueva York, 1978. En los primeros trabajos de la Escuela Austríaca puede encontrarse información adicional sobre las consecuencias que el crecimiento excesivo del crédito puede tener sobre la creación de burbujas. Véase, por ejemplo, von Mises, L., *The Theory of Money and Credit*, Yale University Press, New Haven, 1953, y Hayek, F.A., *Monetary theory and the trade cycle*, Jonathan Cape, Londres, 1933.

28 En este contexto es necesario aclarar el concepto de crédito. Por ejemplo, la evolución del mercado financiero ha permitido que en el caso de una titulación real, el crédito se elimine del balance y desaparezca, por lo tanto, de las estadísticas oficiales basadas en los balances de las entidades de crédito. Esto significa que datos que midan de forma global el apalancamiento real de la economía proporcionarían mejores señales de alerta.

del crédito mundial) son buenos indicadores adelantados de la acumulación de desequilibrios financieros en la economía<sup>29</sup>. Este resultado queda reforzado si la brecha de crédito se combina con indicadores de desviación (es decir, «brechas») de los precios de los activos con respecto a sus niveles tendenciales. La interrelación entre los indicadores de la brecha de crédito y la de los precios de los activos recoge, principalmente, la coexistencia de desajustes en los precios de los activos con una limitada capacidad del sistema para soportar la reversión de los mismos, puesto que la brecha de crédito proporciona una medida del apalancamiento global de la economía, aproximando así la capacidad de absorción de perturbaciones por parte del sistema. Una característica interesante de estos resultados es que medidas que recogen el impacto acumulado de la creación excesiva de crédito parecen ofrecer mejores señales que medidas de la tasa de crecimiento, que —por su propia naturaleza— solo recogen la evolución a más corto plazo. Este resultado concuerda con la opinión de que las burbujas de precios de los activos están normalmente asociadas a la lenta acumulación de desequilibrios financieros a lo largo de un período relativamente prolongado, fenómeno que tiende a ser obviado por los enfoques tradicionales de predicción macroeconómica cuyos horizontes temporales suelen ser de dos a tres años.

Existe cierta evidencia de que también el dinero posee buenas propiedades como indicador de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos, ya que es un indicador resumen de los balances de las entidades de crédito. Entre los estudios recientes que analizan la creación excesiva de dinero, pueden citarse los trabajos de Detken y Smets<sup>30</sup> y de Adalid y Detken<sup>31</sup>, que encuentran que un fuerte crecimiento real del dinero parece ser un buen indicador adelantado de la acumulación de desajustes en los precios de los activos, que pueden conducir a crisis financieras y a costosos ajustes en la economía. Sin embargo, en general, la evidencia es más sólida para el crédito que para el dinero, posiblemente porque los efectos de sustitución entre el dinero y los precios de los activos pueden ser, a veces, significativos, especialmente en épocas de considerables turbulencias financieras y de

elevada incertidumbre. En el recuadro se presentan algunos de estos resultados, así como un ejemplo de aplicación de las metodologías descritas en la sección anterior.

Aunque estos resultados se han centrado en la importancia de la situación económica interna para estos ciclos, el análisis empírico más reciente indica también que la situación de liquidez mundial puede tener efectos sobre las perspectivas de precios de los activos y sobre la inflación interna<sup>32</sup>. De hecho, algunos estudios sitúan las medidas de liquidez mundial entre los mejores indicadores de alerta temprana de ciclos internos de alza y baja del precio de los activos<sup>33</sup>. Si estos resultados fuesen corroborados por nuevos análisis, el exceso de liquidez mundial podría actuar como una señal adicional de la evolución inflacionista y de los desequilibrios financieros<sup>34</sup>. Si bien podría parecer, a primera vista, que estos resultados implican un papel menos importante para las políticas nacionales, esta interpretación sería claramente prematura por varias razones. En primer lugar, las medidas mun-

29 Además de los estudios del BCE mencionados en la nota 18, véanse, por ejemplo: Borio, C. y Lowe, P., «Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus», *BIS Working Papers*, n.º 114, BPI, Basilea, julio 2002; el trabajo de Borio, C. y Lowe, P. citado en la nota 1; Borio, C. y Drehmann, M., «Assessing the risk of banking crises – revisited», *BIS Quarterly Review*, BPI, Basilea, marzo 2009; y Helbling, T. y Terrones, M., «When bubbles burst», capítulo 2, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, Washington DC, abril 2003.

30 Véase el trabajo citado en la nota 19.

31 Véase el trabajo citado en la nota 19.

32 Véanse: Ciccarelli, M. y Mojon, B., «Global inflation», *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.º 3, 2010, pp. 524-535; Browne, F. y Cronin, D., «Commodity prices, money and inflation», *Working Paper Series*, n.º 738, BCE, Fráncfort del Meno, 2007; y Belke, A., Orth, W. y Setzer, R., «Liquidity and the dynamic pattern of asset price adjustment: a global view», *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, n.º 8, 2010, pp. 1933-1945. Los efectos de la liquidez mundial sobre la inflación y la producción mundial e interna se han investigado en otros estudios, entre los que cabe señalar los siguientes: Sousa, J. y Zaghini, A., «Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers», *Working Paper Series*, n.º 309, BCE, Fráncfort del Meno, 2004; Rüffer, R. y Stracca, L., «What is global excess liquidity, and does it matter?», *Working Paper Series*, n.º 696, BCE, Fráncfort del Meno, 2007; y Borio, C. y Filardo, A., «Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation», *BIS Working Papers*, n.º 227, BPI, Basilea, 2007.

33 Véase, por ejemplo, el trabajo de Alessi y Detken citado en la nota 15.

34 Para más detalles sobre la liquidez mundial y su impacto sobre la estabilidad de precios interna, véase «La dimensión externa del análisis monetario», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto 2008.

diales representan, por definición, la suma de las medidas nacionales y, en cierto sentido, la suma de las políticas nacionales. En segundo lugar, los resultados podrían reflejar el hecho de que algunos mercados tienden a estar sometidos a la influencia de los acontecimientos mundiales o están sujetos a fuertes efectos de contagio internacional, mientras que otros mercados están influidos por factores más locales o internos. A este respecto, los resulta-

dos deberían interpretarse en el sentido de que las medidas mundiales contienen información adicional que complementa la evolución nacional. Al mismo tiempo, la evolución internacional podría restringir la capacidad de las políticas nacionales para contrarrestar eficazmente estos desequilibrios y pone de manifiesto la necesidad de aplicar de manera uniforme las políticas orientadas hacia la estabilidad en todas las jurisdicciones.

#### Recuadro

### INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA DE DESEQUILIBRIOS EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS: EVIDENCIA EMPÍRICA RECIENTE BASADA EN ESTUDIOS DEL BCE

El diseño de un sistema de alerta temprana de desequilibrios en los precios de los activos puede dividirse en tres etapas. La primera etapa consiste en definir qué se entiende por desequilibrios o desajustes en los precios de los activos (por ejemplo, en términos de desviaciones de las tendencias históricas o de sus consecuencias económicas). La segunda etapa consiste en seleccionar indicadores adecuados y en diseñar modelos para vincular estos indicadores con el desajuste. Si la variable dependiente (desajuste) es binaria, pueden utilizarse los métodos de señalización y de elección discreta (Probit/Logit) para definir un indicador de alerta temprana. La tercera y última etapa consiste en evaluar los resultados predictivos del indicador de alerta temprana a lo largo de un período muestral y/o en un panel de países. Con frecuencia, esta tercera etapa se lleva a cabo conforme al esquema siguiente:

	Crisis	No crisis
Señal	A	B
No señal	C	D

A es el número de períodos en los cuales un indicador proporciona una señal de alerta correcta (es decir, una crisis se produce después de la señal y dentro de un horizonte de predicción preestablecido. B es el número de períodos en los cuales se produce una falsa alarma, mientras que C es el número de períodos en los cuales el indicador no consigue anticipar una crisis inminente. Por último, D es el número de períodos en los cuales, de forma correcta, el indicador no proporciona ninguna señal de alerta. Normalmente, la utilidad de un indicador se evalúa calculando la ratio ruido-señal, es decir, el número de falsas alarmas dividido por el número de señales correctas.

En este recuadro se analiza más detenidamente la aplicación de algunos sistemas de alerta temprana desarrollados por el BCE, en los que el dinero y el crédito son indicadores fundamentales para predecir los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos.

#### Un método de señalización para la predicción de los ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

El trabajo de Alessi y Detken<sup>1</sup> se basa en el uso de la metodología de señalización para detectar ciclos alcistas del precio de los activos con costes elevados. El análisis se realiza aplicando el procedimiento

<sup>1</sup> Véase el trabajo citado en la nota 15 del texto principal.

siguiente. En primer lugar, se identifican los ciclos alcistas del precio de los activos en 18 países de la OCDE, utilizando un índice trimestral de precios agregados elaborado con datos del BPI, relativos a los precios ponderados de los inmuebles residenciales, los inmuebles comerciales y las acciones. Los ciclos alcistas se identifican como desviaciones de una tendencia recursiva Hodrick-Prescott específica para cada país, y se dividen luego en ciclos alcistas con costes reducidos y ciclos alcistas con costes elevados, siendo estos últimos aquellos en los que el ciclo alcista viene seguido de un período de tres años en el que el crecimiento del PIB real es menor que el crecimiento potencial en al menos tres puntos porcentuales. En segundo lugar, se analiza un conjunto de variables económicas y financieras, utilizando distintas transformaciones, para estudiar su idoneidad como indicadores de alerta temprana de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos (con costes elevados), dentro de un horizonte de predicción de seis trimestres.

El análisis se realiza de tal manera que solo se considera la información que hubiera estado disponible en cada momento concreto (teniendo, por lo tanto, en cuenta los desfases de publicación de las series históricas). El umbral se obtiene minimizando la función de pérdida de los responsables de la política económica, teniendo en cuenta su aversión relativa a eventos que se producen sin que se emita una señal (crisis no detectadas) y a señales que se emiten sin que se produzca un evento (falsas alarmas).

Los resultados revelan que, como promedio de todos los países, en presencia de preferencias equilibradas, las brechas de crédito privado y de M1, a nivel mundial, son los mejores indicadores de alerta temprana y reducen la pérdida de los responsables de la política económica en términos de errores ponderados por la preferencia en hasta un 25% en relación con una situación en la que no se tenga en cuenta el indicador (véase gráfico A). Los autores contrastan también el modelo en relación con la última crisis financiera e investigan si sus mejores indicadores predicen que el ciclo alcista del precio de los activos que se inició a mediados de los años 2000 será un ciclo con costes elevados. Las conclusiones que extraen muestran que, en relación con la última «oleada del ciclo alcista» que se produjo entre 2005 y 2007, los resultados son contradictorios, dado que la brecha mundial de crédito privado enviaba persistentes señales de alerta, mientras que la brecha mundial de M1 no enviaba señal alguna, lo que pone de relieve la necesidad de utilizar un conjunto de modelos e indicadores.

#### Gráfico A Evolución del indicador de crédito mundial y umbral óptimo para detectar burbujas de precios de los activos

(desviación de la ratio entre el crédito privado y el PIB mundiales con respecto a su tendencia)



Fuente: Actualización del indicador presentado por Alessi y Detken. Notas: Series actualizadas utilizando las ponderaciones anuales PIB-PPA de las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI para los siguientes países: Australia, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Nueva Zelanda, España, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. Las zonas sombreadas representan oleadas agregadas de ciclos alcistas del precio de los activos. La observación más reciente se refiere al cuarto trimestre de 2009.

#### Modelos Probit de panel para la predicción de ciclos alcistas y bajistas del precio de los activos

Gerdesmeier, Reimers y Roffia<sup>2</sup> proporcionan un ejemplo de modelo Probit utilizado para detectar ciclos bajistas del precio de los activos, en el que se estima la probabilidad de que se produzca un ciclo

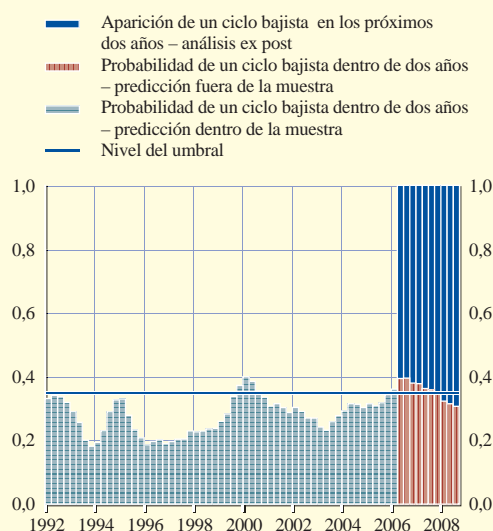
<sup>2</sup> Véase el trabajo citado en la nota 18 del texto principal.

bajista del precio de los activos en los próximos dos años. En este trabajo, un ciclo bajista se define como un período (dentro de una muestra secuencial de tres años) en el que un indicador sintético de precios de los activos (construido como media ponderada de índices de precios de las acciones y de la vivienda) desciende por debajo de un nivel calculado como su media menos 1,5 veces su desviación típica con respecto a su máximo del período. Se atribuye entonces un valor de uno a la variable binaria de ciclo bajista, si se produce un ciclo bajista dentro de los próximos ocho trimestres.

Probando distintas ecuaciones Probit para un panel de 17 países de la OCDE y utilizando la metodología “de lo general a lo específico”, se selecciona una especificación parsimoniosa que contiene la brecha de crecimiento del crédito, variaciones de los tipos de interés nominales a largo plazo, la ratio entre la inversión y el PIB y la brecha retardada de crecimiento de los precios de la vivienda<sup>3</sup>. El modelo se utiliza entonces para evaluar la situación de la zona del euro en la reciente crisis financiera, utilizando los últimos datos disponibles sobre las variables explicativas y los coeficientes del modelo Probit estimados a partir de los datos del panel para el período transcurrido hasta el primer trimestre de 2006, y realizando un ejercicio fuera de la muestra para el período siguiente. Se obtiene así una probabilidad estimada para el período transcurrido hasta 2009 y se observa que a finales de 2006 la probabilidad estimada superaba el umbral, de modo que el modelo hubiera predicho la formación de un ciclo bajista en la zona del euro dentro de los dos años siguientes (véase gráfico B).

**Gráfico B Probabilidad de un ciclo bajista del precio de los activos en los próximos dos años en la zona del euro basada en un modelo Probit**

(probabilidad; datos trimestrales)



Fuente: Basado en el trabajo de Gerdesmeier, Reiners y Roffia.  
Notas: La zona marrón representa la probabilidad estimada (derivada de un modelo Probit, según la especificación B del trabajo) de que se produzca un ciclo bajista en los próximos ocho trimestres, mientras que la zona azul oscura representa la detección de un ciclo bajista. El nivel del umbral se fija en 0,35 (es decir, el 35%).

Finalmente, en otro estudio del BCE basado en un método similar, Agnello y Schuknecht encuentran evidencia adicional a favor de utilizar el dinero y el crédito para predecir los ciclos alcistas y bajistas de los precios de la propiedad inmobiliaria<sup>4</sup>. El estudio, que abarca 18 países industrializados de la OCDE, identifica desviaciones significativas persistentes de los precios de la vivienda en relación con las tendencias a largo plazo específicas de cada país, y estima la probabilidad de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas utilizando un modelo Probit de panel de efectos aleatorios. Los principales resultados coinciden con los de los otros dos métodos. Concretamente, resulta que los costes económicos (en términos de pérdidas del PIB durante la fase posterior al ciclo alcista) dependen, en gran medida, de la magnitud y duración del ciclo alcista y de la evolución del dinero y del crédito durante ese período. El conjunto de variables que afectan sustancialmente a la probabilidad de que se produzcan ciclos alcistas y bajistas comprende los tipos de interés a corto plazo, la evolución del dinero y del crédito a escala interna y mundial, y los indicadores de desregulación de los

3 La estimación de base en un conjunto de datos de panel que incluyen los siguientes países: Australia, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos.

4 Véase el trabajo citado en la nota 15 del texto principal.

mercados hipotecarios. El correspondiente modelo Probit identifica con bastante éxito los ciclos alcistas y bajistas en una fase temprana.

### Evaluación general

En general, estos estudios recientes del BCE muestran que es posible identificar indicadores de alerta temprana bastante satisfactorios para los distintos países y grupos de países. También confirman implícitamente que el apalancamiento es uno de los principales indicadores para predecir los ciclos alcistas y bajistas (con costes elevados) del precio de los activos. No obstante, a veces indicadores que han funcionado históricamente igual de bien pueden proporcionar mensajes diferentes. Por consiguiente, las señales obtenidas deberían interpretarse con cautela y considerarse solo como un elemento más del conjunto de información utilizado por los responsables de la toma de decisiones.

## 5 CONCLUSIONES

Tanto la experiencia adquirida durante la crisis financiera como los resultados de la reciente investigación económica han tendido a inclinar la balanza hacia un menor escepticismo respecto a la doctrina de intervenir en contra de la tendencia. Al mismo tiempo, se admite que la nueva evidencia no es concluyente y que habrá que resolver diversas cuestiones prácticas antes de que este enfoque pueda llegar a ser operativo.

Para hacer frente a estos desafíos prácticos, es necesario desarrollar señales que alerten sobre inminentes burbujas y ciclos alcistas o bajistas del precio de los activos. La investigación reciente se ha centrado en encontrar indicadores que proporcionen, en tiempo real, señales suficientemente tempranas de desajustes en los precios de los activos como para permitir aplicar con rapidez medidas correctivas que puedan contener eficazmente los incipientes desequilibrios financieros y los correspondientes riesgos para la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de precios. Este trabajo ha brindado resultados alentadores. En particular, varios indicadores de dinero y de crédito parecen contener información adelantada sobre la evolución de los precios de los activos.

Realizar un detenido análisis monetario como parte del proceso de toma de decisiones de política monetaria puede ayudar a evaluar la medida en que elevados niveles de precios de los activos pueden ser consecuencia —y, a la vez, fuente— de creación

excesiva de liquidez y de relajación de la oferta de crédito. Detectar y comprender este vínculo ayuda a formarse una opinión sobre si la evolución observada de los precios de los activos puede reflejar ya el crecimiento de una burbuja insostenible.

La política monetaria no debe establecer objetivos de precios o índices de activos. Sin embargo, una estrategia de política monetaria que comprenda algunos elementos del enfoque de “intervenir en contra de la tendencia” contribuye a mantener la estabilidad de precios, al contener los riesgos para dicha estabilidad que puedan surgir a más largo plazo que los horizontes temporales asociados a los predicciones de inflación tradicionales. La estrategia de política monetaria del BCE basada en dos pilares incorpora implícitamente un elemento de intervención en contra la tendencia, debido al destacado papel que desempeña su análisis monetario dentro del marco más amplio de la política monetaria orientada hacia la estabilidad.

Por consiguiente, la orientación a medio plazo de la estrategia de política monetaria del BCE asegura que, a la hora de adoptar las correspondientes decisiones, se tomen debidamente en consideración las implicaciones de eventuales desequilibrios financieros y desajustes en los precios de los activos y su corrección, ya que estos fenómenos tendrán implicaciones para las perspectivas de evolución de los precios en horizontes temporales más dilatados. Dado que al BCE se le ha asignado el mandato de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, más que en un determinado horizonte tem-



poral específico y arbitrario, es importante que la institución vigile la lenta acumulación de desequilibrios financieros insostenibles que suponen a largo plazo una amenaza para la estabilidad macroeconómica y la estabilidad de precios. A estos efectos, es preciso mantener una orientación de la

política monetaria a medio plazo, realizar un estrecho seguimiento de la evolución del dinero y del crédito y adoptar una visión de la política monetaria más amplia y orientada hacia la estabilidad, todos ellos elementos clave de la estrategia de política monetaria del BCE.

# CÓMO MEJORAR EL ANÁLISIS MONETARIO

## ARTÍCULOS

### Cómo mejorar el análisis monetario

*El análisis monetario desempeña un papel destacado en la estrategia de política monetaria del BCE. Basándose en la sólida relación que, a largo plazo existe entre el crecimiento monetario y la inflación, dicho análisis se centra en la evaluación de las tendencias de la evolución de los precios en el medio y largo plazo. Con el tiempo, los instrumentos que emplean los expertos del BCE para realizar el análisis monetario han evolucionado necesariamente. En un proceso continuo de perfeccionamiento, se han actualizado —a medida que se ha ido disponiendo de nuevos datos y se ha avanzado en la metodología— y se han ampliado para hacer frente a los nuevos desafíos planteados por las perturbaciones y los cambios estructurales registrados en el sector financiero y en la economía en su conjunto.*

*A mediados de 2007 —antes de que el inicio de la crisis financiera reavivara el interés general por la evolución monetaria, crediticia y financiera— el Consejo de Gobierno decidió imprimir un impulso adicional a este proceso continuo de perfeccionamiento aprobando un programa de investigación orientado a mejorar el análisis monetario del BCE. A continuación se describen los resultados de este programa y se analiza cómo han ayudado a mejorar y profundizar la contribución del análisis monetario a las decisiones de política monetaria en la búsqueda del objetivo principal del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro.*

## I INTRODUCCIÓN

El análisis monetario desempeña un papel destacado en la estrategia de política monetaria del BCE como elemento del marco basado en dos pilares utilizado en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro.

Los dos pilares —el análisis económico y el análisis monetario— representan dos perspectivas diferenciadas pero complementarias del proceso de inflación, que se utilizan para organizar y evaluar los nuevos datos, estructurar las deliberaciones y, en última instancia, orientar las decisiones de política monetaria encaminadas a mantener la estabilidad de precios. Al incluir el análisis monetario, la estrategia del BCE asegura que información importante procedente del dinero y el crédito, que normalmente se pasa por alto en los modelos convencionales de predicción económica, se tenga en cuenta en la formulación de las decisiones de política monetaria, garantizando así un «enfoque de información completa».

Una estrategia de política monetaria que preste la debida atención a las consecuencias de la evolución monetaria sobre la inflación contribuye a mantener la apropiada orientación a medio plazo de la política monetaria. La realización de un aná-

lisis monetario garantiza que en los debates sobre las políticas económicas se tenga debidamente en cuenta la evolución nominal subyacente, lo que proporciona un ancla nominal para el marco general y, por consiguiente, ayuda a centrar la atención en el mandato de la estabilidad de precios. La estrategia del BCE asigna al análisis monetario el papel de facilitar una verificación cruzada, desde la perspectiva del medio al largo plazo, de la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios.

Los fundamentos básicos del análisis monetario del BCE (que se recuerdan en la sección 2) se han mantenido inalterados desde la introducción de la política monetaria única en 1999: los objetivos y el enfoque general muestran un alto grado de continuidad. Por el contrario, los instrumentos que utiliza el BCE para realizar dicho análisis han evolucionado constantemente. Esta evolución refleja, en parte, mejoras en la disponibilidad de los datos, avances en la metodología y su aplicación y los beneficios del «aprendizaje por la práctica» acumulados en los diez primeros años de existencia del BCE. Al mismo tiempo, se han introducido otros para hacer frente a los nuevos desafíos que confronta la evolución del análisis monetario, que no se preveían al principio, como los excepcionales desplazamientos de cartera hacia los activos monetarios observados en 2001-2003.

A mediados de 2007, el Consejo de Gobierno decidió imprimir un impulso adicional a este perfeccionamiento de los instrumentos de análisis aprobando un programa de investigación encaminado a mejorar el análisis monetario del BCE. Este programa recibió un nuevo impulso con el inicio de la crisis financiera mundial en el segundo semestre de 2007, que reavivó el interés de los bancos centrales en la evolución monetaria, crediticia y financiera en general. En el presente artículo se describen los resultados del programa de investigación y las consiguientes mejoras en el análisis monetario del BCE y en su apoyo a las decisiones de política monetaria<sup>1</sup>.

## 2 ALCANCE Y NATURALEZA DEL ANÁLISIS MONETARIO DEL BCE

El papel del análisis monetario en la estrategia de política monetaria del BCE se basa en la relación bien documentada que existe entre las tendencias del crecimiento monetario y la inflación. Hay evidencia empírica concluyente de que, a frecuencias más bajas, es decir en horizontes a medio y a más largo plazo, la inflación muestra una fuerte relación positiva con el crecimiento monetario. Esta relación positiva se ha establecido en todos los países y en todos los regímenes monetarios<sup>2</sup>. Es importante señalar que se ha observado que, a bajas frecuencias, el crecimiento monetario da lugar a inflación, aunque la intensidad de esta relación puede variar con el tiempo y según las circunstancias. Concretamente, la relación de baja frecuencia entre estas dos variables se observa con mayor claridad en un entorno de movimientos acusados de baja frecuencia en el dinero y los precios e, inversamente, es menos visible en ausencia de esos movimientos. Estas observaciones tienen dos consecuencias importantes para los bancos centrales. En primer lugar, el componente de baja frecuencia del crecimiento monetario es esencial para identificar las tendencias de la inflación a más largo plazo. En segundo lugar, identificar la señal de baja frecuencia en la evolución monetaria, que sea relevante en relación con los riesgos a más largo plazo para la estabilidad de precios, resulta más difícil que la mera observación de la tendencia del crecimiento de un determinado agregado monetario<sup>3</sup>.

Al mismo tiempo, analizar la evolución monetaria de más alta frecuencia, en el contexto de un marco general y exhaustivo para el análisis monetario, ayuda a los responsables de la política monetaria a evaluar y a entender los fenómenos macroeconómicos y financieros a más corto plazo que, de pasarse por alto, puedan dar lugar a riesgos para la estabilidad de precios a más largo plazo. El análisis detallado de la dinámica monetaria proporciona información útil respecto a las condiciones de financiación y la estructura financiera, así como sobre la situación y el comportamiento de las entidades de crédito, que puede ser crucial para entender el mecanismo de transmisión y, de forma más general, la situación cíclica de la economía. La información obtenida a partir de esta dimensión del análisis monetario ha resultado especialmente valiosa para ajustar la respuesta de la política monetaria del BCE a la crisis financiera más reciente. Además, el análisis de la dinámica monetaria ayuda a los responsables de las políticas a poner en perspectiva la evolución de los precios de los activos y a formarse una opinión con respecto a la posible acumulación de desequilibrios financieros. Al respecto, el pilar monetario del BCE puede considerarse un enfoque apropiado para los desafíos a los que se enfrentan todos los bancos centrales cuando centran sus predicciones más allá de los horizontes estándar de predicción, especialmente si se encuentran en una situación de sobrevaloración de los precios de los activos y desequilibrios financieros. La relación empírica entre la evolución monetaria y el desarrollo de desequilibrios en los mercados de activos y crédito supone que la estrategia basada en dos pilares, con el importante papel asignado al análisis monetario, podría permitir la detección de esos desequilibrios en una fase temprana y garantizar una respuesta anticipada y oportuna para hacer frente a los riesgos implícitos para la estabilidad financiera, económica y de precios.

1 L. Papademos, y J. Stark, (eds.) presentan una panorámica completa de la investigación realizada en *Enhancing monetary analysis*, BCE, Fráncfort del Meno, 2010.

2 Véase, por ejemplo, L. Benati, «Long-run evidence on money growth and inflation», *Working Paper Series*, No 1027, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2009.

3 Véanse un análisis más detallado y referencias a la literatura académica en el capítulo 1 de L. Papademos, y J. Stark, (eds.), op. cit.

El análisis monetario del BCE combina una serie de herramientas macroeconómicas para la evaluación basada en los modelos con un análisis detallado de las entidades. Las primeras incluyen modelos empíricos de demanda de dinero y crédito, filtros estadísticos y previsiones, así como modelos estructurales de mediana escala. El análisis institucional supone, entre otras cosas, un examen exhaustivo de los datos del balance de las entidades crédito, incluidos los componentes y las contrapartidas de los agregados monetarios, así como las contribuciones de los distintos sectores.

El carácter múltiple del análisis monetario significa que sus implicaciones no pueden resumirse fácilmente en un solo indicador o modelo que simplifique su presentación y, al mismo tiempo, conserve la necesaria y completa evaluación de la evolución monetaria. Esta ha sido ciertamente la experiencia del BCE en la ejecución práctica del análisis monetario en los doce años transcurridos desde el inicio de la política monetaria única. Por consiguiente, y en consonancia con la experiencia de otras formas de análisis macroeconómico —entre los que destaca el análisis económico del BCE— y de ejercicios de predicción comparables realizados por otros bancos centrales, el análisis monetario del BCE seguirá basándose en una serie de herramientas y modelos.

Al mismo tiempo, el desarrollo y mantenimiento de herramientas de apoyo para cualquier análisis orientado a la preparación de evaluaciones relevantes para la política económica es, necesariamente, un proceso continuo. A lo largo de los diez últimos años —período caracterizado por una constante innovación financiera y por cambios estructurales en el sistema financiero— se han manifestado gradualmente carencias en el conjunto de instrumentos utilizados en el análisis monetario del BCE. Dada la importancia de dicho análisis, incluso en aras de una comprensión más cabal de la dinámica macroeconómica y del mecanismo de transmisión de la política monetaria, se consideró necesario hacer frente a estas carencias.

### 3 PREPARACIÓN DEL PROGRAMA DE INVESTIGACIÓN PARA «MEJORAR EL ANÁLISIS MONETARIO»

El reconocimiento de que el conjunto de instrumentos de que dispone el BCE para realizar el análisis monetario adolecía de ciertas carencias que justificaban un mayor esfuerzo sistemático de investigación llevó al Consejo de Gobierno a aprobar, en julio de 2007, un programa de investigación orientado a mejorar su análisis monetario<sup>4</sup>. Esta decisión es anterior a la aparición de tensiones en los mercados financieros mundiales y tenía por objeto enriquecer las herramientas disponibles dentro del marco y de la estrategia de política monetaria existentes.

Se identificaron cuatro objetivos principales:

1. Mejorar los modelos de demanda de dinero de la zona del euro.
2. Desarrollar indicadores monetarios de los riesgos para la estabilidad de precios.
3. Incorporar el dinero y el crédito a los modelos estructurales empíricos de equilibrio general.
4. Explorar el papel del dinero y el crédito en los precios de los activos y ampliar el marco para poder realizar verificaciones cruzadas y análisis de riesgos.

En las subsecciones siguientes, se expone el argumento lógico en que se basan cada uno de los objetivos específicos del programa de investigación y se describen los principales resultados del trabajo analítico realizado.

#### 3.1 MEJORAR LOS MODELOS DE DEMANDA DE DINERO DE LA ZONA DEL EURO

El episodio de excepcionales desplazamientos de cartera hacia el agregado M3 de la zona del euro,

4 Véase J. Stark, «Enhancing the monetary analysis», alocución pronunciada en la conferencia «The ECB and its Watchers IX», Fráncfort del Meno, septiembre de 2007 (disponible en [http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070907\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070907_1.en.html)).

como consecuencia del aumento de la incertidumbre económica y financiera durante el período 2001-2003, hizo que se ampliaran las especificaciones de referencia sobre demanda de dinero disponibles en aquel entonces. En última instancia, los contrastes estadísticos estándar indicaban que esos modelos de demanda de dinero se habían vuelto inestables (véase gráfico 1).

A efectos de la elaboración de las políticas en tiempo real, los expertos del BCE congelaron los parámetros de los modelos existentes e introdujeron ajustes discrecionales en las series de M3, a fin de tener en cuenta los desplazamientos de cartera que los modelos convencionales no podían captar<sup>5</sup>. Este enfoque ayudó a estructurar la evaluación en tiempo real de la evolución monetaria durante este difícil período. Con todo, el carácter ad hoc de los ajustes discrecionales era a todas luces inadecuado como solución a largo plazo.

Si bien la estabilidad de la demanda de dinero definida en sentido estricto no es una condición necesaria para realizar un análisis monetario correcto,

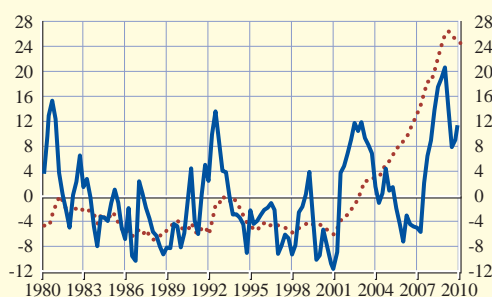
las inestabilidades de los modelos de demanda de dinero utilizados en ese momento indicaban claramente la necesidad de mejorarlos para codificar y sistematizar los ajustes discrecionales<sup>6</sup>. Así pues, no había dudas sobre cuál debía ser el punto de partida natural para perfeccionarlos. Había que ampliarlos de tal manera que se pudieran tener en cuenta los desplazamientos de cartera hacia y desde los activos monetarios. En cuanto a la modelización de este comportamiento, hubo que incorporar argumentos adicionales a la especificación convencional de la demanda de dinero situándola en el contexto de una selección de cartera más amplia y teniendo en cuenta el impacto de la incertidumbre.

Más concretamente, ello ha supuesto el estudio de un conjunto más amplio de variables explicativas, concretamente la riqueza, y de costes de oportunidad, incluidos los rendimientos de los activos exteriores (véase el recuadro 1, titulado «Demanda de dinero y riqueza de los hogares»). También ha supuesto la modelización de la demanda de dinero en marcos que presenten múltiples relaciones a largo plazo, en lugar de hacerlo aislándola de otras decisiones que afectan a la asignación de las carteras. Paralelamente, otras líneas de investigación se han centrado en analizar el comportamiento de las tenencias de dinero a nivel sectorial, habiéndose establecido que, a ese nivel, dichas tenencias difieren en su interacción con sus determinantes macroeconómicos, pero que pueden encontrarse relaciones estables con esas variables económicas. Finalmente, otra línea de trabajos analíticos relacionados con la demanda de dinero se centró en la aplicación del enfoque Divisia a los agregados monetarios de la zona del euro<sup>7</sup>. En este enfoque, se ponderan los componentes incluidos en el agregado en función de su grado de liquidez estimado y, por lo tanto, se obtiene una medida del dinero

**Gráfico 1 Demanda de dinero a largo plazo: Relaciones derivadas de los modelos de demanda de dinero**

(porcentajes del saldo de M3)

— Desviaciones del equilibrio a largo plazo en un modelo de demanda de dinero considerando los precios de los activos internos y externos<sup>1)</sup>  
 ..... Desviaciones del equilibrio a largo plazo en un modelo simple de demanda de dinero<sup>2)</sup>



Fuente: Cálculos del BCE.

1) Basadas en el modelo presentado en R.A. De Santis, C.A. Favero y B. Roffia, «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», *Working Paper Series*, n.º 926, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2008.

2) Basadas en el modelo presentado en A. Calza, D. Gerdesmeier y J. Levy, «Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately», *IMF Working paper Series*, n.º 179/01, FMI, Washington, D.C., 2001.

5 Véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2004.

6 Por ejemplo, las estimaciones cuantitativas del impacto de los excepcionales desplazamientos de cartera en 2001-2003. Para más información, véase el recuadro titulado «Enfoques para identificar y estimar los desplazamientos de cartera hacia M3 y fuera de este agregado», en el Boletín Mensual, del BCE de enero de 2005.

7 Véase una exposición metodológica del enfoque Divisia en el marco de una unión monetaria en Barnett, W.A., «Multilateral aggregation-theoretic monetary aggregation over heterogeneous countries», *Journal of Econometrics*, Vol. 136(2), pp. 457-482, 2007.

que, en principio, no se ve afectada por consideraciones de cartera.

Las mejoras logradas en el campo de los modelos de demanda de dinero han permitido, de nuevo, explicar la evolución monetaria de la zona del euro en un modelo formal y estadísticamente estable y, por lo tanto, entender de forma más cabal las causas del crecimiento monetario. Las mejoras demuestran que las evaluaciones en tiempo real de la evolución monetaria realizadas por los expertos del BCE en la última década, con todos sus desafíos, pueden incorporarse a los modelos de demanda de tal manera que cumplan las normas impuestas por una batería de pruebas econométricas. Además, estos resultados representan una validación importante, pero forzosamente *ex post*, de las evaluaciones realizadas mediante el análisis monetario desde la introducción del euro.

Al mismo tiempo, la nueva generación de modelos de demanda de dinero no ha simplificado la interpretación de indicadores tradicionales de la política monetaria, como las «brechas monetarias» o los «excesos monetarios». En los modelos mejorados, la interpretación de la evolución monetaria depende de la dinámica de la riqueza y de los precios de los activos. Por lo tanto, la inclusión de argumentos adicionales en las especificaciones de la demanda de dinero ha complicado la evaluación y la presentación de las repercusiones de la evolución monetaria sobre los riesgos para la estabilidad de precios.

Además, con la mejora de los modelos de demanda de dinero se ha puesto de manifiesto que no existe un

único modelo capaz de proporcionar una explicación plenamente satisfactoria de la evolución monetaria en todo momento. A este respecto, cualquier análisis monetario, para ser robusto y exhaustivo, ha de basarse en distintos modelos, cuya importancia podría variar en función de las fuerzas dominantes que determinen la evolución monetaria.

Identificar especificaciones estables de la demanda de dinero de la zona del euro es un logro significativo. No obstante, como ha demostrado ampliamente la experiencia de los diez últimos años, no sería realista considerar la nueva generación de modelos de demanda de dinero invulnerables al impacto de las innovaciones financieras más recientes ni a otros cambios estructurales. Por consiguiente, es necesario realizar un esfuerzo constante para explicar e interpretar la evolución monetaria: los resultados del programa de investigación para mejorar el análisis monetario no marcan el final de este esfuerzo. Con todo, la probabilidad de que reaparezca la inestabilidad en el futuro no debería considerarse algo negativo. Por el contrario, la desagregación estadística de los modelos de demanda de dinero puede servir de apoyo al análisis de las políticas. Si, concretamente, dicha desagregación se debe a cambios de comportamiento de la oferta monetaria, lo más probable es que tenga relación con riesgos para la estabilidad de precios. En ese sentido, los indicios de inestabilidad de los modelos de demanda de dinero se traducen en un mayor esfuerzo para entender cuáles son las fuerzas fundamentales responsables de esa inestabilidad y centrarse en el comportamiento del sector «creador de dinero».

#### Recuadro I

#### DEMANDA DE DINERO Y RIQUEZA DE LOS HOGARES

Basándose en la evaluación a tiempo real de los desplazamientos de cartera hacia los activos monetarios que se describe en BCE (2004)<sup>1</sup>, el programa de investigación para mejorar el análisis monetario ha desarrollado una nueva generación de modelos de demanda de dinero que amplían las especificaciones convencionales a fin de incluir los precios de los activos y la riqueza, lo que permite colocar la demanda de dinero en un contexto más amplio de decisiones de cartera. La inclusión

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», en el Boletín Mensual del BCE de octubre de 2004.

de estas variables en la determinación de las tendencias de dinero tiene una tradición de larga data en la teoría monetaria<sup>2</sup>.

De Santis et al. (2009)<sup>3</sup> analizan los efectos de la asignación internacional de las carteras sobre la demanda de dinero de la zona del euro. Beyer (2009)<sup>4</sup> centra la atención en el papel desempeñado por la evolución de la riqueza de los hogares para explicar la demanda de M3 de la zona del euro en los diez últimos años. En la ecuación de demanda de dinero del modelo, los saldos reales se ajustan al exceso de demanda a largo plazo y tienen una correlación positiva con el crecimiento del exceso de riqueza real. Esto último indica la relevancia de los efectos riqueza en la demanda

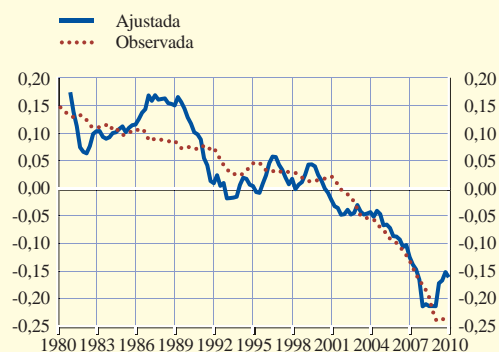
de dinero. Este efecto riqueza se complementa con un efecto sustitución. El canal de sustitución de la riqueza está incorporado en la propia relación de equilibrio real del dinero a largo plazo. En este caso, la riqueza real tiene una correlación negativa con el nivel de los saldos monetarios reales.

Examinando los datos se observa que esos efectos riqueza son cruciales para explicar la demanda de dinero. Por un lado, la fuerza del crecimiento de M3 observada en la primera mitad de la pasada década, que ha conducido a una ruptura de la velocidad tendencial, guarda relación con un incremento de la riqueza de los hogares. Sin embargo, por otra parte, durante la crisis financiera, tanto la riqueza inmobiliaria como el crecimiento de M3 experimentaron una acusada caída.

Más concretamente, aplicando las técnicas de los modelos vectoriales de corrección de error (VECM) que son estándar en la literatura y utilizando los datos correspondientes al período 1980-2007, Beyer establece relaciones a largo plazo empíricamente estables entre el dinero, los precios, la renta, la riqueza inmobiliaria y los tipos de interés en la zona del euro. Estas relaciones estimadas se han mantenido estables (conforme a las pruebas estadísticas estándar) fuera de la muestra, incluso durante la crisis financiera desatada a mediados de 2007. Como puede observarse en el gráfico, este modelo puede explicar en general la evolución de la velocidad renta de M3 observada en la zona del euro en los diez últimos años.

Además, el modelo puede utilizarse para realizar proyecciones condicionales de la inflación y del crecimiento monetario, que constituyan un indicador de referencia con el que comparar la evolución monetaria en tiempo real.

Velocidad renta de M3 observada y una medida ajustada basada en Beyer (2009)



Fuentes: BCE y Beyer (2009) actualizado.

2 Véase, por ejemplo, Friedman, «The quantity theory of money: A restatement», en Friedman, M. (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956; y W. Brainard, y J. Tobin, «Pitfalls in financial model building», *American Economic Review*, vol. 58(2), mayo de 1968, pp. 99-122.

3 Véase R.A. De Santis, C.A. Favero y B. Roffia, «Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability», Working Paper Series, n.º 926, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2008.

4 Véase A. Beyer, «A stable model for euro area money demand: revisiting the role of wealth», Working Paper Series, n.º 1111, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2009.

### 3.2 DESARROLLAR INDICADORES MONETARIOS DE LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DE PRECIOS

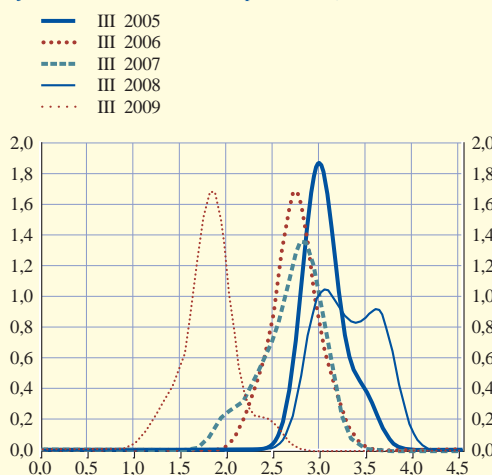
Los indicadores sobre riesgos inflacionarios basados en el dinero son una forma cómoda de resumir y sintetizar la información del análisis monetario detallado, tanto para la comunicación interna como para la externa, situándola en una perspectiva de los riesgos para la estabilidad de precios. La información derivada del dinero que resulta relevante a fin de evaluar los riesgos para la estabilidad de precios está incorporada en el componente persistente o de frecuencia más baja de esta evolución. Estos indicadores de riesgo están orientados a proporcionar una perspectiva de la inflación media en un horizonte de medio plazo, sabiendo que no cabe esperar que la evolución monetaria ofrezca indicios sobre las tasas de inflación en un momento concreto en el futuro (como los proporciona el análisis económico). Esto se consigue aprovechando las propiedades del dinero como indicador adelantado de la inflación, que se manifiestan a bajas frecuencias.

Desde el principio, se ha utilizado en los análisis una variedad de indicadores de riesgo de inflación basados en el dinero, aplicando en cada caso una medida diferente del crecimiento monetario o del crédito, o de la expansión monetaria subyacente<sup>8</sup>. En el gráfico 2, se presenta un resumen de los resultados del conjunto de indicadores utilizados, que ilustran la dispersión de las señales emitidas por cada indicador en particular. Hasta el inicio de las turbulencias financieras, estos indicadores habían funcionado, en conjunto, razonablemente bien y habían permitido estimar la inflación prácticamente sin sesgos considerando, por ejemplo, los errores mayores a la baja cometidos por los analistas privados. No obstante, tras el inicio de la tercera fase de la UEM, tendieron a presentar, en ocasiones, una excesiva volatilidad, lo que hizo que sus señales resultasen difíciles de interpretar y comunicar<sup>9</sup>.

En este contexto, se reconoció que esos indicadores podrían mejorarse para que reflejaran con más claridad la idea de persistencia que incorpora la relación robusta a más largo plazo entre el creci-

**Gráfico 2** Dispersión del riesgo de los indicadores de inflación basados en el dinero: promedio con seis trimestres de antelación

(eje de abscisas: tasas de variación anualizadas del IAPC; eje de ordenadas: densidades de probabilidad)



Fuente: Estimaciones del BCE.

Notas: Para construir la medida de dispersión del riesgo se utiliza un estimador «kernel» normal. La fecha indica el final de la muestra utilizada para calcular los indicadores.

miento monetario y la inflación. La identificación de la necesidad de esas mejoras condujo a un segundo paso en el programa de investigación.

Para hacer frente al inconveniente de que, en ocasiones, los indicadores de riesgo de inflación mostraban una excesiva volatilidad, la investigación se orientó a lograr que los modelos de indicadores fuesen más robustos. La experiencia sugiere que, con frecuencia, los instrumentos más sencillos son los que permiten alcanzar ese objetivo. También se reconoció que es improbable que un único indicador siempre arroje mejores resultados que todos los demás. Al respecto, podría considerarse que la robustez reside en la capacidad para combinar una serie de instrumentos e indicadores a la hora de calibrar los riesgos de inflación.

Los esfuerzos analíticos realizados con respecto a este segundo paso han mejorado los instrumen-

<sup>8</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Previsiones de inflación obtenidas a partir de indicadores monetarios» en el Boletín Mensual del BCE de marzo de 2005.

<sup>9</sup> Véase B. Fischer, M. Lenza, H. Pill, y L. Reichlin, «Money and monetary policy: the ECB experience 1999-2006», in A. Beyer y L. Reichlin. (eds.), *The role of money: money and monetary policy in the 21st century*, BCE, Fráncfort del Meno, 2008, pp. 102-175.



tos disponibles para construir esos indicadores de riesgo basados en el dinero. Más concretamente, la mejora ha dado lugar a extensiones del marco bivalente que se mueven en tres direcciones principales: i) de modelos bivariantes a multivariantes, aprovechando amplios conjuntos de datos, como los modelos de factores; ii) de modelos en los que la información proveniente de los agregados monetarios se obtiene a partir de su tasa de crecimiento a modelos en los que (también) se obtiene de su nivel en relación con sus determinantes económicos, y iii) de modelos li-

neales a modelos no lineales, por ejemplo, introduciendo el concepto de cambio de régimen (véase el recuadro 2, titulado «La evolución monetaria como indicador de la inflación»). En general, se han adaptado con éxito las técnicas empleadas para evaluar la evolución económica real a las necesidades del análisis monetario. La mayor complejidad de los instrumentos significa que dicho análisis se encuentra mejor posicionado para aprovechar toda la información relevante, a fin de calcular la parte persistente y común del dinero y la inflación.

## Recuadro 2

### LA EVOLUCIÓN MONETARIA COMO INDICADOR DE LA INFLACIÓN

En los últimos años, la inflación en la zona del euro (y fuera de ella) se ha tornado más difícil de predecir. Por consiguiente, se ha reducido la capacidad de predicción del dinero (y de otras variables económicas) con respecto a la inflación futura. En gran medida, ello refleja el éxito de la política monetaria para estabilizar las tasas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Con el mantenimiento de tasas de inflación bajas y estables aprovechando la información de indicadores, las propiedades de indicador de forma reducida de estas variables sobre la inflación han disminuido y/o han terminado desdibujándose. Sin embargo, ello no significa que ahora se pueda pasar por alto, sin riesgo alguno, la evolución monetaria a la hora de formular las decisiones de política monetaria. Por el contrario, precisamente porque en anteriores decisiones de política monetaria se ha incorporado adecuadamente la información procedente de los agregados monetarios, es por lo que ha disminuido el contenido en este tipo de información en los indicadores de forma reducida.

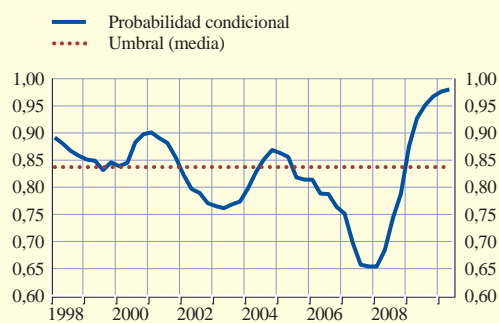
Como resultado, existe el peligro de que si la dinámica monetaria se desvía de la trayectoria, la inflación podría pasar del actual régimen benigno de estabilidad de precios a un nuevo régimen de inflación persistentemente alta (o baja).

En un trabajo reciente, Amisano y Fagan (2010)<sup>1</sup> exploran esas consideraciones utilizando un modelo no lineal que contempla distintos regímenes y, por lo tanto, permite captar los cambios persistentes en las tendencias de la inflación mejor que en los modelos lineales convencionales. Los autores proponen un modelo en el que el proceso de inflación se caracteriza por dos estados: un régimen de inflación alta y otro de inflación baja.

1 Véase Amisano, G. y Fagan G., «Money growth and inflation: a regime-switching approach», *Working Paper Series*, n.º 1207, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2010.

#### Probabilidad condicional de que la zona del euro se mantenga en un régimen de baja inflación

(densidades de probabilidad)



Fuentes: Amisano y Fagan (2010), datos actualizados.  
Notas: El eje de abscisas recoge la última observación disponible en el momento en el que se realizó la evaluación de riesgos. El régimen de baja inflación presenta una tasa media de inflación del 1,6%.

La probabilidad de cambio de un régimen a otro es endógena al modelo y se deriva de una medida de crecimiento monetario suavizada. Utilizando técnicas bayesianas, el modelo se aplica a la zona del euro, Alemania, Reino Unido, Canadá y Estados Unidos empleando datos que abarcan desde los años cincuenta hasta la actualidad.

Por consiguiente, este enfoque incorpora dos elementos clave. En primer lugar, la estimación simple incluye períodos de mayor volatilidad de la inflación (y, por ende, de menos aciertos en la formulación de la política monetaria) que en los últimos años. Dado que tanto la inflación como el crecimiento monetario son más variables en esta muestra que los observados durante la Tercera Fase de la UEM, estos datos resultan más reveladores respecto a la relación subyacente que existe entre crecimiento monetario e inflación. En segundo lugar, la técnica empleada se centra en los cambios más persistentes en la evolución de la inflación (esencialmente, en las variaciones de la tasa media de inflación) y, por lo tanto, en la relación de baja frecuencia entre el dinero y la inflación. Esta relación es más robusta que la que se observa a frecuencias más altas, en las que muchos otros factores influyen también en la evolución de los precios.

Las estimaciones del modelo sugieren que una medida suavizada de crecimiento del agregado monetario amplio (corregida de las estimaciones en tiempo real de la velocidad tendencial y del crecimiento del producto potencial) presenta valiosas propiedades de indicador adelantado de los cambios entre regímenes de inflación. Así pues, en este modelo, el crecimiento monetario proporciona una importante señal de alerta temprana de los riesgos para la estabilidad de precios.

Para ilustrar lo anterior, el gráfico muestra las estimaciones, según el modelo —obtenidas a partir de la evolución del crecimiento monetario— de la probabilidad de que la zona del euro se mantenga en un régimen de baja inflación. A modo de referencia, a efectos de comparación, la línea horizontal indica esa probabilidad calculada en condiciones monetarias «neutrales» (es decir, con un crecimiento monetario equivalente a la media de la muestra). Basándose en el indicador de crecimiento monetario, el gráfico muestra que los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo aumentaron en forma sostenida entre principios de 2005 y finales de 2007, pero se han reducido posteriormente, dada la desaceleración de la dinámica monetaria observadas en los tres últimos años.

### 3.3 INCORPORAR EL DINERO Y EL CRÉDITO A LOS MODELOS ESTRUCTURALES DE EQUILIBRIO GENERAL

Para extraer las implicaciones de la evolución monetaria para la inflación futura, como se analiza en la sección 3.2 podría resultar útil comprender mejor el proceso por el que se determina la inflación. En general, esa comprensión se basa en desarrollar una visión estructural del comportamiento económico que determina la interacción entre la fijación de precios, el gasto y las decisiones monetarias y financieras. En los veinte últimos años, se ha avanzado notablemente en la formulación de modelos dinámicos de equilibrio general de política mone-

taria y evolución de los precios que incorporan una rigurosa caracterización de las decisiones de los agentes, incluidas las restricciones a las que se enfrentan y la información que utilizan. Para que la evolución monetaria desempeñe un papel significativo en la determinación de la inflación, últimamente se han ampliado esos modelos, a fin de incorporar fricciones financieras y un sector bancario. Los modelos resultantes permiten una interpretación más estructural de la evolución monetaria y crediticia, que estimula una comprensión teóricamente consistente y empíricamente coherente del papel del dinero en la economía (véase el recuadro 3, titulado «Evolución monetaria y dinámica macroeconómica: una interpretación estructural»).

Naturalmente, los notables beneficios que se derivan de un enfoque de esta naturaleza entrañan también ciertos costes. Especialmente, las conclusiones y la información que aportan los modelos dinámicos de equilibrio general son «específicas de cada modelo». En otras palabras, el análisis se apoya en la validez de los supuestos teóricos subyacentes que describen el comportamiento de las empresas, los hogares, los intermediarios financieros y los responsables de las políticas económicas. Dicho esto, el comportamiento empírico de la última generación de modelos a la hora de explicar las series temporales macroeconómicas ha sido bueno y, con frecuencia, comparable al de los modelos puramente estadísticos, lo que corrobora la opinión de que la estructura subyacente del modelo sí capta importantes rasgos del comportamiento económico.

El análisis que utiliza modelos dinámicos de equilibrio general complementa, en tres formas, la interpretación de la evolución monetaria basada en modelos de demanda de dinero. En primer lugar, ofrece una perspectiva distinta de las fuerzas que determinan los datos monetarios. Uno de los desafíos a los que se enfrenta el análisis monetario es el de desligar los movimientos transitorios de los datos monetarios que no plantean riesgos para la estabilidad de precios (por ejemplo, los desplazamientos de cartera puros) de los fenómenos monetarios menos benignos que no deben pasar desapercibidos para el banco central. Un modelo estructural es un candidato natural a desempeñar esa labor de filtrado. Su estructura aporta las restricciones necesarias para identificar las perturbaciones estructurales que determinan las variables macroeconómicas, monetarias y financieras. Una vez obtenida una estimación de esas perturbaciones, es posible, por ejemplo, calcular una medida del dinero «subyacente» que excluya los desplazamientos de cartera identificados.

En segundo lugar, el análisis basado en modelos de equilibrio general proporciona información sobre la transmisión de las perturbaciones monetarias y financieras al mecanismo de formación de precios y, de forma más general, a la evolución macroeconómica. Ello resulta útil para establecer regularidades que pueden aprovecharse en el análisis en tiempo real para evaluar el alcance y el momento de los riesgos para la estabilidad de precios que tienen su origen en el ámbito monetario. Los modelos estructurales de equilibrio general que incorporan un papel activo para el dinero y el crédito ofrecen un enfoque formal y disciplinado para explicar las decisiones de los hogares y las empresas en materia de tenencias de dinero. Por ejemplo, estos modelos ofrecen información sobre las interacciones entre los agregados monetarios y otras variables a través de las decisiones de cartera de los hogares y las decisiones de los bancos respecto a la provisión de crédito y medios de pago. Así pues, estos modelos entrañan, en última instancia, la investigación del mecanismo de transmisión por el que la evolución del dinero y el crédito puede influir en el comportamiento de los precios. El análisis basado en los modelos de equilibrio general se ha utilizado habitualmente para corroborar las interpretaciones obtenidas partir de otros análisis de equilibrio (demanda de dinero y préstamos) parcial y de análisis institucionales.

En tercer lugar, estos modelos —a diferencia de los modelos de forma reducida— pueden utilizarse para simular el impacto de escenarios alternativos y proyecciones de variables monetarias y financieras sobre la inflación y la macroeconomía. El carácter estructural de los modelos se presta a experimentos contrafactuales. En este sentido, proporcionan información técnica para las verificaciones cruzadas que realiza el Consejo de Gobierno, lo que constituye el cuarto objetivo que se analiza a continuación.

### Recuadro 3

#### EVOLUCIÓN MONETARIA Y DINÁMICA MACROECONÓMICA: UNA INTERPRETACIÓN ESTRUCTURAL

La mayoría de los modelos estructurales de equilibrio general de nueva generación dan un tratamiento de «velo» a los factores monetarios y financieros. Por consiguiente, dichos factores no representan

una fuente independiente de perturbaciones que afectan a la actividad económica real y a la inflación y no alteran la transmisión de las perturbaciones que se originan fuera del sector monetario/financiero. A diferencia de muchos otros modelos de este tipo, Christiano, Motto y Rostagno (2007 y 2010)<sup>1</sup> desarrollan un modelo dinámico de equilibrio general de la zona del euro que incluye un análisis explícito de las decisiones de mantener saldos monetarios y un sector bancario creador de liquidez. Ello permite definir una amplia gama de agregados monetarios y crediticios y, por lo tanto, abordar cuestiones de relevancia para el análisis monetario que realiza el BCE.

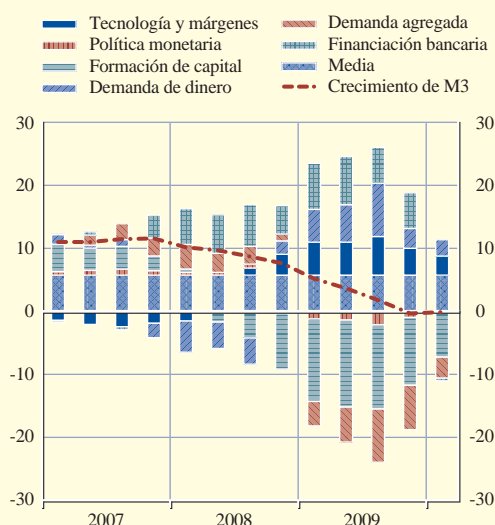
El primer resultado importante de su análisis empírico es que el tamaño y la composición de los balances de las entidades de crédito —que en el modelo son propiamente el resultado de decisiones de negocio de dichas entidades en interacción con la demanda de activos y pasivos bancarios por parte de los hogares y las empresas— pueden amplificar o atenuar las fluctuaciones macroeconómicas, en función de la naturaleza de los choques que perturben la economía. La segunda conclusión clave es que las perturbaciones que tienen su origen en la actividad de las entidades de crédito como creadores de dinero pueden convertirse en una fuente independiente de fluctuaciones macroeconómicas.

Para ilustrar algunas aplicaciones del modelo —en particular cómo puede este proporcionar una imagen coherente de las perturbaciones que afectan a las variables macroeconómicas, monetarias y financieras y del mecanismo de transmisión de esas perturbaciones— se presentan, en los gráficos A, B y C, el crecimiento de M3, el crecimiento del PIB y la inflación. La atención se centra en el período

1 Véase L.J. Christiano, R. Motto, y M. Rostagno, «Shocks, Structures or Policies? The Euro Area and the US After 2001», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 32(8), pp. 2476-2506, 2007, y L.J. Christiano, R. Motto, y M. Rostagno, «Financial factors in economic fluctuations», *Working Paper Series*, n.º 1192, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2010.

### Gráfico A Desagregación del crecimiento de M3

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

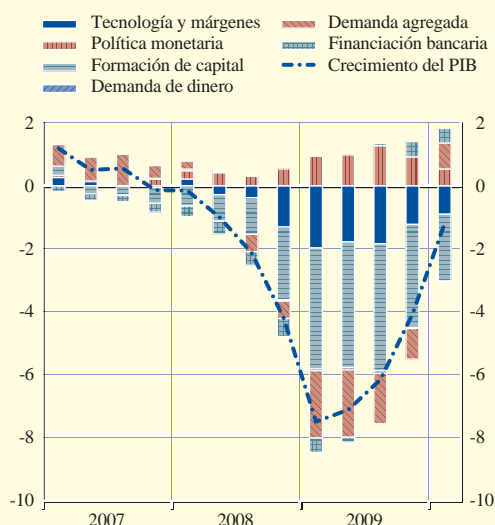


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La línea de puntos discontinua indica el crecimiento de M3. Cada punto de datos se desagrega para reflejar la contribución de las perturbaciones identificadas por el modelo.

### Gráfico B Desagregación del crecimiento del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)

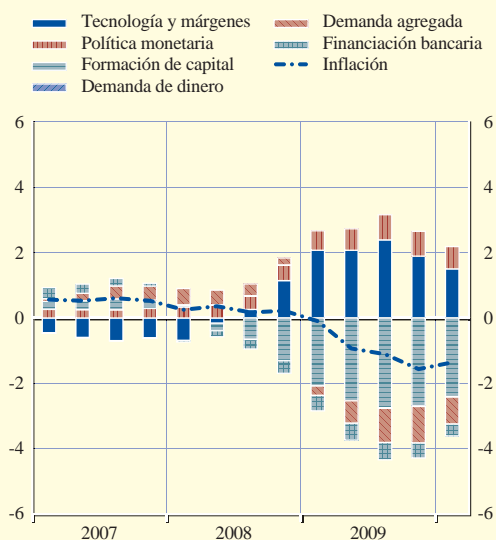


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La línea de puntos discontinua indica la desviación del crecimiento del PIB real per cápita con respecto a su trayectoria de crecimiento a largo plazo (1,5%). Cada punto de datos se desagrega para reflejar la contribución de las perturbaciones identificadas por el modelo.

### Gráfico C Desagregación de la inflación medida por el deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La línea de puntos discontinua indica la desviación de las tasas de inflación con respecto a la media del modelo. Cada punto de datos se desagrega para reflejar la contribución de las perturbaciones identificadas por el modelo. Como los resultados se obtienen a partir de un modelo de economía cerrada, el gráfico muestra la inflación medida por el deflactor del PIB.

do que abarca la crisis financiera. En los gráficos, el dato correspondiente a cada trimestre se descompone conforme a las contribuciones de cada una de las perturbaciones estructurales identificadas por el modelo. Para facilitar la exposición, las perturbaciones se agrupan de acuerdo con la dimensión económica y/o la función de política económica a la que afectan: consumo, formación de capital, tecnología y márgenes, financiación bancaria, demanda de dinero pura y política monetaria. Cada una de estas categorías está representada por una barra de diferente color. En cada trimestre, la suma de las barras indica el punto de datos efectivamente observado (línea discontinua de puntos).

Comenzando por las perturbaciones que se producen en el sector real, los gráficos distinguen entre perturbaciones de la demanda agregada (véanse las barras marcadas «demanda agregada») y perturbaciones por el lado de la oferta (véanse las barras marcadas «tecnología y márgenes»). Se ha observado que las perturbaciones de la demanda agregada guardan una estrecha correlación con la desaceleración y posterior caída

del crecimiento del PIB, la inflación y el crecimiento de M3. En conjunto, estas perturbaciones captan la contracción del consumo total y la contribución negativa de la demanda exterior neta, que, se registra en el modelo como un componente exógeno de la demanda agregada. Las perturbaciones por el lado de la oferta han contribuido, de forma procíclica, a la desaceleración y posterior caída del crecimiento del PIB con un efecto de signo contrario sobre la inflación y el crecimiento de M3.

En cuanto a las perturbaciones que tienen su origen en el ámbito monetario y financiero, los gráficos muestran la contribución de tres categorías distintas de choques. En primer lugar, los que perturban la «formación de capital» son los que mayor impacto a la baja han tenido sobre el crecimiento del PIB, la inflación y el crecimiento de M3. Entre ellos, cabe mencionar los que modifican el exceso de rendimiento, realizado y previsto, de la inversión de capital y, por lo tanto, inducen cambios en toda una gama de precios de los activos, en la demanda de crédito y en las políticas de préstamo de las entidades de crédito a través de los efectos sobre las garantías y la evaluación del riesgo. Un componente dominante de la categoría «formación de capital» es una perturbación que influya en la evaluación del riesgo de concesión y obtención de préstamos, que probablemente captará también los efectos sobre la confianza. En segundo lugar, las perturbaciones de «financiación bancaria» son factores que, en el modelo, influyen directamente en la capacidad de las entidades de crédito para acceder a los fondos y en su actividad de transformación de la liquidez. Según el modelo, estas entidades —ante el agotamiento de las fuentes de financiación inestables— han respondido de dos maneras: han realizado considerables esfuerzos para incrementar su base de depósitos y han aumentado su demanda de dinero por motivo precaución, en parte desprendiéndose de activos y mediante el desapalancamiento, a fin de resistir un posible y nuevo deterioro de los mercados mayoristas. Ello se

manifiesta en los gráficos en la contribución positiva de esta categoría de choques al crecimiento de M3 y en una contribución negativa al crecimiento del PIB y la inflación. Cabe señalar que, desde finales de 2009, esta categoría de perturbaciones ha cambiado de signo, convirtiéndose, últimamente, en una fuente de crecimiento del PIB. En tercer lugar, las perturbaciones puras de «demanda de dinero» corresponden a desplazamientos de cartera que son aproximadamente neutrales frente a la macroeconomía, pero ejercen un considerable impacto sobre la evolución de M3.

Por último, la «política monetaria» ha sido el único factor que ha respaldado el crecimiento del PIB durante el período, lo que también ha contribuido a contrarrestar los riesgos a la baja para la estabilidad de precios. La contribución negativa de la política monetaria al crecimiento de M3 en los últimos trimestres tiene su explicación en el efecto expansivo inicial sobre dicho crecimiento asociado a los recortes de los tipos de intervención iniciados en el último trimestre de 2008. Este patrón de respuesta a las políticas acomodaticias es coherente con la evidencia empírica descubierta en los análisis de vectores autorregresivos, que han demostrado que esas políticas ejercen un efecto expansivo inmediato sobre M1 y un efecto contractivo inicial sobre el crecimiento de M3.

### 3.4 EXPLORAR EL PAPEL DEL DINERO Y EL CRÉDITO EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS Y AMPLIAR EL MARCO PARA PODER REALIZAR VERIFICACIONES CRUZADAS Y ANÁLISIS DE RIESGOS

#### DINERO, CRÉDITO Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

El marco de análisis monetario del BCE tiene en cuenta el hecho de que, en primer lugar, los desequilibrios monetarios pueden no manifestarse directamente en la dinámica de los precios de consumo, sino, por el contrario, ir asociados a la evolución de los mercados de activos. La relación entre la evolución monetaria y crediticia y los precios de los activos tiene una larga tradición en la teoría económica y está bien documentada en la literatura empírica. Por lo tanto, cuando se trata de formarse una opinión de la tasa subyacente de expansión monetaria, es necesario considerar con atención las posibles consecuencias de la evolución monetaria para la dinámica de los precios de los activos. Los estudios realizados en el contexto del programa para mejorar el análisis monetario del BCE han demostrado que la relación entre dinero, crédito y precios de los activos es de carácter episódico, en el sentido de que un crecimiento excesivo del dinero y el crédito se asocia a los ciclos de auge y caída de dichos precios. Esta línea de investigación ha dado lugar al desarrollo de sistemas de alerta temprana para estos ciclos basándose en la información que incorporan el dinero y el

crédito (véase el artículo titulado «Burbujas de precios de los activos y política monetaria: un nuevo análisis» en esta edición del Boletín Mensual). La integración de estos sistemas en el conjunto de instrumentos de análisis monetario permite formalizar la evaluación de las consecuencias de la evolución monetaria para los precios de los activos y reconocer la existencia de mecanismos de transmisión a la inflación de precios de consumo a través de la evolución de los precios de los activos.

#### VERIFICACIÓN CRUZADA

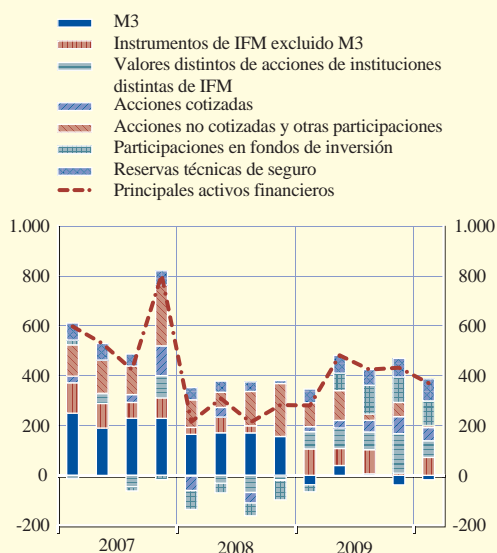
La «verificación cruzada» de las señales macroeconómicas que proporcionan los análisis económico y financiero es uno de los elementos clave de la estrategia de política monetaria del BCE. Se trata, indudablemente, de una actividad propia de los responsables de la política económica, pero el trabajo técnico puede resultar muy útil. En el contexto del programa para mejorar el análisis monetario, uno de los enfoques técnicos adoptados consistió en profundizar el análisis sectorial de los flujos financieros, a fin de conciliar la información financiera con el escenario de referencia agregado implícito en las proyecciones del sector real.

Por un lado, el análisis basado en las cuentas financieras puede complementar y enriquecer el análisis monetario basado en los balances de las IFM en el contexto de considerar el comportamiento en la

asignación de las carteras y las decisiones de financiación utilizando un conjunto más amplio de instrumentos financieros y un espectro también más amplio de canales de intermediación financiera (véase gráfico 3). Por otra parte, el análisis de las operaciones financieras y de los balances, junto con las variables reales y los precios de los activos, en el contexto del marco sectorial coherente de las cuentas de la zona del euro integradas puede aportar evidencia empírica para sustentar el estudio del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La crisis financiera también ha subrayado la necesidad de hacer un seguimiento de los indicadores de los balances y de las interacciones entre los sectores económicos, como los hogares, las IFM y las Administraciones Públicas.

**Gráfico 3 Inversión financiera del sector tenedor de dinero**

(flujos trimestrales en mm de euros; datos desestacionalizados)



Fuentes: BCE y estimaciones del BCE.

#### 4 CONSECUENCIAS DE LA EJECUCIÓN DEL ANÁLISIS MONETARIO PARA EL PROCESO DE FORMULACIÓN DE LAS POLÍTICAS

La ingente labor realizada en el contexto de estas cuatro etapas de la investigación ha mejorado y enriquecido los instrumentos analíticos y las técnicas disponibles para evaluar la evolución mone-

taria. Tras la mejora, se dispone ahora de varios modelos estables, por ejemplo, para investigar la demanda de dinero. Esta pluralidad ofrece visiones distintas y complementarias de los determinantes del crecimiento monetario, y refleja la opinión de que, en un entorno complejo y cambiante, un solo modelo no puede proporcionar siempre el análisis más relevante.

El efecto combinado de estas mejoras es que el análisis de los datos monetarios se basa ahora en un conjunto de herramientas más exhaustivo. El uso de un mayor número de modelos e instrumentos plantea la cuestión de cómo sintetizar y comunicar los mensajes clave. Al mismo tiempo, la multitud de enfoques disponibles garantiza el filtrado, en el proceso de análisis, de las idiosincrasias de las interpretaciones basadas en instrumentos y técnicas individuales. El resultado es que los mensajes comunes, y por lo tanto fundamentales, del análisis destacan sobre los demás. La robustez que esto supone para las conclusiones y la mayor complejidad técnica del análisis inspiran más confianza en la evaluación de la evolución monetaria con respecto a los riesgos para la estabilidad de precios.

Esa contribución esencial del análisis monetario a dicha evaluación se basa en la identificación de la tendencia de la inflación y en la provisión de señales tempranas respecto a los cambios de tendencia más que en el cálculo de predicciones puntuales de la inflación en un horizonte dado. Esta evaluación se ajusta normalmente de forma lenta y gradual. No obstante, si se produce un deslizamiento en la tendencia de la inflación sin que lo perciban los responsables de la política económica, su corrección podría entrañar costes de ajuste mayores para la economía. El análisis monetario del BCE se encuentra ahora mejor posicionado para proporcionar señales tempranas de un desanclaje del régimen de inflación. Por ejemplo, el mensaje que emitirían los modelos bivariantes simples de indicadores adelantados se complementa y se compara ahora con las señales emitidas por un modelo no lineal de cambio de régimen de la inflación. Otro ejemplo de mejora en la determinación de las tendencias nominales en la economía lo proporciona la modelización de la demanda de dinero en todos los sec-

tores. Con ello se ha logrado entender más cabalmente las diferencias en la velocidad del ajuste de las carteras de las empresas y los hogares, así como la distinta importancia relativa de los motivos por los que estos sectores mantienen saldos monetarios. Así pues, el análisis ha reforzado la capacidad para detectar las tendencias subyacentes en las medidas de los agregados monetarios.

Al mismo tiempo, la mejora del análisis monetario ha permitido, además, entender mejor el funcionamiento del mecanismo de transmisión. Este avance ha resultado valioso en el período de turbulencias financieras, ya que los balances de las entidades de crédito han sido un importante canal de propagación de las perturbaciones. De hecho, el análisis detallado de la evolución monetaria puede proporcionar información con respecto a la evolución cíclica de las condiciones de financiación, los canales de crédito de la transmisión de la política monetaria y la situación de los bancos. Desentrañar los distintos factores determinantes que afectan a la evolución de los préstamos ha facilitado la identificación y el modo de calibrar las medidas de política monetaria necesarias. Esto es así porque la respuesta de política apropiada a un descenso de la demanda de préstamos, por ejemplo, que refleje un deterioro de la situación patrimonial de los prestatarios difiere de la que habría que dar a una caída de la oferta de préstamos resultante de tensiones en los balances de las entidades de crédito y de perturbaciones en el mercado que afecten al coste de los recursos. Concretamente, las variaciones de los tipos de interés oficiales deberían ser apropiadas para implementar la política monetaria en los casos en que la demanda es el principal factor determinante de la evolución de los préstamos. Por el contrario, si las entidades de crédito ven restringida su capacidad para conceder préstamos, se justificaría la provisión de liquidez suficiente, posiblemente complementada con nuevas medidas del gobierno, como la provisión de garantías sobre la deuda bancaria e inyecciones de capital.

La mejora del análisis de la evolución monetaria también ha ayudado a los responsables de la política económica a poner en perspectiva la dinámica de los precios de los activos y a formarse una opi-

nión respecto a la posible acumulación de desequilibrios financieros. En particular, la dinámica de los mercados de activos influye en los agregados monetarios y crediticios, que a su vez tienen un impacto sobre aquella. Comprender mejor esta relación conduce, inevitablemente, a un análisis más elaborado de si los movimientos de los precios de los activos son sostenibles y de cómo se propagan a través de la economía, lo que proporciona información adicional a las autoridades monetarias.

La abundante información que proporciona el análisis monetario se utiliza también para identificar los principales factores de incertidumbre en las trayectorias de las variables monetarias y financieras. Estos, a su vez, se utilizan para calibrar escenarios monetarios y financieros que identifiquen los riesgos para las perspectivas de referencia en un horizonte de corto a medio plazo, derivados del análisis económico. Esta evaluación de riesgos también puede servir para determinar la tendencia de la expansión monetaria y su impacto en las tendencias de la inflación.

## 5 CONCLUSIÓN

Considerando en su conjunto la labor realizada en los tres últimos años, se destacan varios temas que ilustran cómo se ha mejorado el análisis monetario del BCE. En primer lugar, las mejoras realizadas han permitido codificar el conocimiento institucional en modelos económicos, como lo demuestra la mejora de las ecuaciones de demanda de dinero para el agregado M3 de la zona del euro. En segundo lugar, el perfeccionamiento de los instrumentos utilizados ha permitido aprovechar técnicas de vanguardia, como lo demuestra, por ejemplo, el uso de modelos de cambio de régimen para construir indicadores de riesgo de inflación basados en el dinero. Tercero, los modelos mejorados y desarrollados en el contexto de este programa de investigación han permitido una interpretación más estructural de la evolución monetaria y de la transmisión de las innovaciones en el crecimiento monetario a la dinámica de los precios. En cuarto lugar, la consideración de la interacción entre el dinero, el crédito y los precios de los activos y, en última instan-



cia, la relación con los precios de consumo, se ha convertido en un elemento más destacado del análisis monetario y se ha formalizado. Quinto, se ha introducido un análisis sistemático de los escenarios que permite tener en cuenta los riesgos que rodean a las proyecciones de referencia sobre la base de diferentes supuestos para las variables monetarias y financieras.

Las mejoras realizadas se han incorporado al análisis monetario regular y han resultado valiosas para la política monetaria. Al respecto, el momento en que se han introducido las mejoras ha sido especialmente oportuno, dado el difícil entorno creado por las turbulencias en los mercados financieros.

En conjunto, las mejoras constituyen un avance significativo en la realización del análisis monetario y sus posibilidades como elemento informati-

vo en las decisiones de política económica. Este avance se cimienta en las herramientas de que ya se disponía, lo que pone de relieve la continuidad en los principales aspectos del marco analítico. El papel fundamental del análisis monetario sigue centrándose firmemente en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios. De cara al futuro, las mejoras constituyen también una base sólida para seguir progresando. Al respecto, hay que reconocer que los esfuerzos por mejorar un conjunto de instrumentos analíticos nunca deben darse por concluidos. De hecho, es probable que, con el tiempo, haya que perfeccionar los instrumentos que se utilizan en el análisis monetario y el conjunto de datos considerados. Son necesidades a las que habrá que prestar atención para mantener la relevancia de las evaluaciones de las políticas basadas en la información monetaria.

# ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO



# ÍNDICE<sup>1</sup>

	<b>PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO</b>	
	Resumen de indicadores económicos de la zona del euro	S5
<b>I</b>	<b>ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA</b>	
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
<b>2</b>	<b>DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN</b>	
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	Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisores	S25
<b>3</b>	<b>CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	
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
<b>4</b>	<b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	
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
<b>5</b>	<b>PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO</b>	
5.1	IAPC, otros precios y costes	S47
5.2	Producto y demanda	S50
5.3	Mercado de trabajo	S54

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

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

---

#### Símbolos utilizados en los cuadros

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

---



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones emitidos en euros por insti- tuciones distintas de IFM <sup>2)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (EURIBOR; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	19,5	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,5	1,22	3,76
2009	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	18,6	0,72	3,76
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,5	0,66	3,46
II	10,3	1,4	-0,1	-	0,2	4,4	0,69	3,03
III	7,8	1,7	0,6	-	0,9	.	0,87	2,67
2010 May	10,3	1,5	-0,1	0,0	0,2	3,8	0,69	3,00
Jun	9,1	1,4	0,2	0,1	0,3	2,4	0,73	3,03
Jul	8,2	1,5	0,2	0,5	0,7	2,0	0,85	3,01
Ago	7,7	2,0	1,1	0,8	1,2	2,8	0,90	2,48
Sep	5,9	1,9	1,0	.	1,2	.	0,88	2,67
Oct	.	.	.	.	.	.	1,00	2,86

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	3,3	6,1	3,4	0,5	-1,8	81,8	0,8	7,5
2009	0,3	-5,1	2,9	-4,1	-14,8	71,1	-1,9	9,4
2010 I	1,1	-0,1	1,9	0,8	4,6	73,9	-1,2	9,9
II	1,5	3,0	1,6	1,9	9,0	76,3	-0,7	10,0
III	1,7	.	.	.	.	77,4	.	10,0
2010 May	1,6	3,1	-	-	9,7	-	-	10,0
Jun	1,4	3,1	-	-	8,2	-	-	10,0
Jul	1,7	4,0	-	-	7,1	77,2	-	10,0
Ago	1,6	3,6	-	-	8,2	-	-	10,0
Sep	1,8	.	-	-	.	-	-	10,1
Oct	1,9	.	-	-	.	77,6	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-21 <sup>5)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Inversiones directas y de cartera					Nominal	Real (IPC)	
		Bienes							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008	-124,2	-18,3	63,5	374,2	-17,7	118,2	110,5	110,1	1.4708
2009	-43,7	39,4	190,3	462,4	-16,2	116,4	111,7	110,6	1.3948
2009 IV	12,7	19,9	42,3	462,4	-16,2	116,4	113,8	112,2	1.4779
2010 I	-19,3	2,7	-23,7	498,7	-14,7	120,4	108,7	106,9	1.3829
II	-21,3	3,9	64,1	583,3	-12,4	123,7	103,1	101,8	1.2708
III	.	.	.	552,2	.	.	102,3	100,9	1.2910
2010 May	-15,5	-1,2	50,9	569,7	.	.	102,8	101,4	1.2565
Jun	1,1	3,9	-18,0	583,3	.	.	100,7	99,4	1.2209
Jul	4,9	7,6	-17,5	535,6	.	.	102,5	101,1	1.2770
Ago	-10,2	-3,8	-0,8	573,2	.	.	102,1	100,6	1.2894
Sep	.	.	.	552,2	.	.	102,5	100,9	1.3067
Oct	.	.	.	.	.	.	106,1	104,3	1.3898

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 mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores distintos de acciones hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

### 1. Activo

	8 octubre 2010	15 octubre 2010	22 octubre 2010	29 octubre 2010
<b>Oro y derechos en oro</b>	334.411	334.411	334.412	334.412
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	219.888	219.894	219.807	220.845
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	24.348	24.202	23.801	23.739
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	18.342	17.164	17.916	17.806
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	514.201	518.524	516.058	534.093
Operaciones principales de financiación	197.049	185.984	184.029	183.438
Operaciones de financiación a plazo más largo	316.744	331.077	331.077	350.386
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	391	1.442	937	264
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	17	22	16	6
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	29.081	29.876	30.683	30.210
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	433.329	434.855	435.573	437.319
Valores mantenidos con fines de política monetaria	124.317	124.317	124.317	124.317
Otros valores	309.013	310.539	311.257	313.002
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	34.975	34.975	34.975	34.977
<b>Otros activos</b>	259.378	263.043	264.737	262.278
<b>Total activo</b>	1.867.952	1.876.946	1.877.963	1.895.679

### 2. Pasivo

	8 octubre 2010	15 octubre 2010	22 octubre 2010	29 octubre 2010
<b>Billetes en circulación</b>	815.857	813.990	811.188	815.022
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	309.685	328.024	319.709	319.056
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	151.717	228.684	230.495	205.229
Facilidad de depósito	94.413	35.782	25.657	50.308
Depósitos a plazo	63.500	63.500	63.500	63.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	54	59	56	19
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	1.195	721	577	1.386
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	99.154	92.171	101.509	116.203
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	42.565	42.406	41.521	41.959
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	1.627	878	2.124	935
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	12.396	12.820	10.942	12.934
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	53.665	53.665	53.665	53.665
<b>Otros pasivos</b>	156.877	157.340	161.797	159.588
<b>Cuentas de revalorización</b>	296.740	296.740	296.740	296.740
<b>Capital y reservas</b>	78.191	78.191	78.191	78.191
<b>Total pasivo</b>	1.867.952	1.876.946	1.877.963	1.895.679

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

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

Fuente: BCE.

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

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

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

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

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días
				Subastas a tipo fijo	Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operaciones principales de financiación								
2010 21 Jul	201.286	163	201.286	1,00	-	-	-	7
28	189.986	151	189.986	1,00	-	-	-	7
4 Ago	154.844	125	154.844	1,00	-	-	-	7
11	153.747	111	153.747	1,00	-	-	-	7
18	155.227	109	155.227	1,00	-	-	-	7
25	150.315	112	150.315	1,00	-	-	-	7
1 Sep	153.060	111	153.060	1,00	-	-	-	7
8	153.655	111	153.655	1,00	-	-	-	7
15	151.574	105	151.574	1,00	-	-	-	7
22	153.771	109	153.771	1,00	-	-	-	7
29	166.361	129	166.361	1,00	-	-	-	7
6 Oct	197.049	148	197.049	1,00	-	-	-	7
13	185.984	145	185.984	1,00	-	-	-	7
20	184.030	151	184.030	1,00	-	-	-	7
27	183.439	190	183.439	1,00	-	-	-	7
3 Nov	178.350	144	178.350	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2010 13 May <sup>5)</sup>	35.668	56	35.668	-	-	-	-	182
27	12.163	35	12.163	1,00	-	-	-	91
16 Jun	31.603	23	31.603	1,00	-	-	-	28
1 Jul	131.933	171	131.933	1,00	-	-	-	91
14	49.399	34	49.399	1,00	-	-	-	28
29	23.166	70	23.166	1,00	-	-	-	91
11 Ago	39.148	36	39.148	1,00	-	-	-	28
26	19.083	49	19.083	1,00	-	-	-	91
8 Sep	37.903	27	37.903	1,00	-	-	-	35
30	104.009	182	104.009	1,00	-	-	-	84
13 Oct	52.236	34	52.236	1,00	-	-	-	28
28 <sup>5)</sup>	42.475	132	42.475	-	-	-	-	91

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo variable				Vencimiento a [...] días	
					Subastas a tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>		Tipo medio ponderado
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 18 Ago	Captación de depósitos a plazo fijo	128.995	89	60.500	-	-	1,00	0,40	0,39	7
25	Captación de depósitos a plazo fijo	108.403	82	60.500	-	-	1,00	0,37	0,35	7
1 Sep	Captación de depósitos a plazo fijo	117.388	71	61.000	-	-	1,00	0,35	0,33	7
7	Captación de depósitos a plazo fijo	175.426	168	175.426	-	-	1,00	0,80	0,77	1
8	Captación de depósitos a plazo fijo	104.495	64	61.000	-	-	1,00	0,39	0,33	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	98.647	60	61.000	-	-	1,00	0,37	0,34	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	90.407	59	61.500	-	-	1,00	0,36	0,34	7
29	Captación de depósitos a plazo fijo	71.213	44	61.500	-	-	1,00	0,75	0,38	7
30	Operación temporal	29.443	50	29.443	1,00	-	-	-	-	6
6 Oct	Captación de depósitos a plazo fijo	114.184	77	63.500	-	-	1,00	0,50	0,42	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	110.844	143	108.993	-	-	1,00	0,80	0,76	1
13	Captación de depósitos a plazo fijo	103.101	59	63.500	-	-	1,00	0,75	0,60	7
20	Captación de depósitos a plazo fijo	103.927	67	63.500	-	-	1,00	0,75	0,66	7
27	Captación de depósitos a plazo fijo	90.999	53	63.500	-	-	1,00	0,74	0,67	7
3 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	90.877	61	63.500	-	-	1,00	0,62	0,57	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación. 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 de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En la última operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a un año, que se liquidó el 17 de diciembre de 2009, en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a seis meses, que se liquidaron el 1 de abril y el 13 de mayo de 2010, y en las operaciones de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses, que se liquidaron el 28 de octubre 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 realizadas en la vida de la operación.



**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

(mm de euros; medias de los periodos de las posiciones diarias, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

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

Pasivos computables en: <sup>1)</sup>	Total	Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas del 2%			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores distintos de acciones hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores distintos de acciones a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5	
2010 Abr	18.861,5	9.912,0	764,4	2.584,6	1.345,7	4.254,8	
May	19.045,5	9.996,2	746,7	2.600,7	1.411,7	4.290,0	
Jun	19.018,2	9.998,7	721,2	2.586,9	1.314,3	4.397,2	
Jul	18.966,5	9.918,6	703,0	2.594,9	1.344,0	4.405,9	
Ago	19.137,6	10.018,7	707,4	2.618,7	1.366,2	4.426,5	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipos de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 15 Jun	211,3	212,5	1,3	0,0	1,00
13 Jul	213,0	214,4	1,4	0,0	1,00
10 Ago	214,3	215,7	1,4	0,0	1,00
7 Sep	213,9	215,3	1,4	0,0	1,00
12 Oct	211,9	213,1	1,2	0,0	1,00
9 Nov	214,0	.	.	.	.

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez						Factores de absorción de liquidez				Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema						Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)			
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>2)</sup>	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>3)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010 11 May	457,0	76,7	666,4	0,9	49,4	218,2	11,4	796,6	112,1	-100,3	212,4	1.227,2
15 Jun	462,4	110,0	706,7	0,3	86,9	288,8	34,1	806,2	123,1	-98,4	212,5	1.307,5
13 Jul	500,9	167,5	573,2	0,3	140,2	230,4	54,4	813,0	126,5	-56,5	214,4	1.257,8
10 Ago	543,4	185,4	432,2	0,1	121,4	96,7	67,5	819,3	95,2	-11,8	215,7	1.131,7
7 Sep	543,2	153,1	435,0	0,6	121,8	83,7	66,9	816,0	86,8	-15,0	215,3	1.115,0
12 Oct	531,3	164,5	392,6	0,7	128,3	68,8	64,8	814,1	96,4	-39,8	213,1	1.096,1

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

 2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del programa para los mercados de valores del Eurosistema.

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

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>

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

#### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro				Valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>2)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		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														
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,5	3,3	39,4	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,7	8,5	321,0
2010 II	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	526,7	416,5	9,7	100,5	-	15,8	670,4	8,6	346,7
III <sup>(p)</sup>	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	550,3	439,4	9,6	101,2	-	16,7	645,7	8,7	343,8
2010 Abr	2.946,5	1.511,9	19,0	0,7	1.492,3	478,9	377,6	8,8	92,5	-	16,4	610,1	8,4	320,8
May	3.259,3	1.732,5	19,0	0,7	1.712,9	516,5	408,6	9,2	98,7	-	15,9	665,6	8,5	320,3
Jun	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	526,7	416,5	9,7	100,5	-	15,8	670,4	8,6	346,7
Jul	3.104,2	1.569,6	18,7	0,9	1.550,0	537,9	428,6	9,6	99,7	-	16,1	620,4	8,6	351,6
Ago	3.101,4	1.529,1	18,7	0,9	1.509,5	544,8	434,1	9,7	101,0	-	16,6	664,0	8,7	338,2
Sep <sup>(p)</sup>	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	550,3	439,4	9,6	101,2	-	16,7	645,7	8,7	343,8
IFM, excluido el Eurosistema														
2008	31.830,5	18.050,8	968,3	10.774,8	6.307,7	4.628,1	1.245,4	1.406,4	1.976,3	98,7	1.196,7	4.746,6	211,7	2.897,9
2009	31.144,9	17.702,3	1.001,5	10.783,3	5.917,5	5.060,7	1.483,2	1.497,2	2.080,3	85,1	1.235,1	4.251,7	220,7	2.589,2
2010 II	32.574,7	18.263,3	1.068,1	10.984,0	6.211,3	5.105,0	1.568,9	1.504,5	2.031,7	67,3	1.227,8	4.573,5	221,4	3.116,4
III <sup>(p)</sup>	32.075,7	17.887,5	1.069,0	10.981,2	5.837,2	5.066,0	1.564,7	1.526,7	1.974,6	62,6	1.244,3	4.387,9	220,0	3.207,7
2010 Abr	31.982,9	17.904,9	1.036,3	10.821,8	6.046,7	5.130,3	1.560,9	1.490,5	2.078,9	76,7	1.271,2	4.511,3	218,1	2.870,3
May	32.705,9	18.182,0	1.051,2	10.864,0	6.266,7	5.078,9	1.551,6	1.469,5	2.057,9	74,6	1.255,3	4.681,9	218,8	3.214,4
Jun	32.574,7	18.263,3	1.068,1	10.984,0	6.211,3	5.105,0	1.568,9	1.504,5	2.031,7	67,3	1.227,8	4.573,5	221,4	3.116,4
Jul	32.076,7	18.047,8	1.056,8	10.969,7	6.021,3	5.094,1	1.566,2	1.530,2	1.997,7	64,7	1.229,2	4.429,5	219,6	2.991,8
Ago	32.663,7	18.008,8	1.064,3	10.967,7	5.976,7	5.108,7	1.561,0	1.534,8	2.013,0	64,7	1.241,3	4.574,2	219,4	3.446,6
Sep <sup>(p)</sup>	32.075,7	17.887,5	1.069,0	10.981,2	5.837,2	5.066,0	1.564,7	1.526,7	1.974,6	62,6	1.244,3	4.387,9	220,0	3.207,7

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2008	2.982,9	784,7	1.240,7	68,8	16,6	1.155,2	-	0,1	273,8	378,3	305,4
2009	2.829,9	829,3	1.185,1	102,6	22,1	1.060,5	-	0,1	320,9	140,0	354,5
2010 II	3.390,3	835,4	1.623,2	137,2	21,4	1.464,6	-	0,1	413,5	142,5	375,7
III <sup>(p)</sup>	3.024,2	837,0	1.284,9	89,2	10,6	1.185,0	-	0,0	403,6	131,3	367,5
2010 Abr	2.946,5	821,1	1.263,6	87,8	21,4	1.154,4	-	0,1	369,2	140,7	351,9
May	3.259,3	828,4	1.510,9	128,8	22,7	1.359,5	-	0,1	407,0	155,3	357,6
Jun	3.390,3	835,4	1.623,2	137,2	21,4	1.464,6	-	0,1	413,5	142,5	375,7
Jul	3.104,2	844,1	1.361,9	102,8	11,9	1.247,2	-	0,1	396,5	137,2	364,3
Ago	3.101,4	837,5	1.335,3	97,0	8,6	1.229,8	-	0,1	424,6	135,9	368,0
Sep <sup>(p)</sup>	3.024,2	837,0	1.284,9	89,2	10,6	1.185,0	-	0,0	403,6	131,3	367,5
IFM, excluido el Eurosistema											
2008	31.830,5	-	16.742,2	190,8	9.699,5	6.852,0	825,0	4.838,9	1.767,6	4.401,5	3.255,4
2009	31.144,9	-	16.469,9	144,1	10.044,0	6.281,8	732,6	4.909,6	1.921,2	4.097,3	3.014,3
2010 II	32.574,7	-	17.009,6	167,6	10.297,5	6.544,5	670,9	4.980,4	2.004,2	4.460,8	3.448,9
III <sup>(p)</sup>	32.075,7	-	16.599,1	176,2	10.321,3	6.101,5	652,2	4.900,5	2.015,3	4.303,3	3.605,3
2010 Abr	31.982,9	-	16.598,3	159,6	10.123,3	6.315,4	710,9	5.015,6	1.934,0	4.407,9	3.316,3
May	32.705,9	-	16.872,0	155,5	10.147,6	6.569,0	704,9	5.025,8	1.941,2	4.547,5	3.614,5
Jun	32.574,7	-	17.009,6	167,6	10.297,5	6.544,5	670,9	4.980,4	2.004,2	4.460,8	3.448,9
Jul	32.076,7	-	16.757,3	179,5	10.275,5	6.302,4	659,5	4.928,6	2.007,8	4.349,5	3.373,9
Ago	32.663,7	-	16.725,1	165,2	10.302,0	6.257,9	674,9	4.957,0	2.017,7	4.495,1	3.794,0
Sep <sup>(p)</sup>	32.075,7	-	16.599,1	176,2	10.321,3	6.101,5	652,2	4.900,5	2.015,3	4.303,3	3.605,3

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) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.

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

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

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

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores distintos de acciones emitidas por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2008	24.121,4	11.764,3	988,9	10.775,5	2.974,7	1.564,9	1.409,8	784,8	5.231,4	220,3	3.146,0
2009	23.861,4	11.804,9	1.020,9	10.784,0	3.356,2	1.851,5	1.504,6	811,9	4.808,4	229,2	2.850,8
2010 II	25.240,8	12.071,7	1.086,8	10.984,9	3.499,6	1.985,4	1.514,2	782,5	5.243,9	230,0	3.413,1
III <sup>(p)</sup>	25.171,3	12.069,6	1.087,5	10.982,1	3.540,4	2.004,1	1.536,4	797,8	5.033,6	228,6	3.501,2
2010 Abr	24.631,5	11.877,8	1.055,3	10.822,5	3.437,8	1.938,5	1.499,3	825,3	5.121,4	226,5	3.142,6
May	25.234,4	11.934,9	1.070,2	10.864,7	3.438,8	1.960,2	1.478,6	800,7	5.347,5	227,3	3.485,2
Jun	25.240,8	12.071,7	1.086,8	10.984,9	3.499,6	1.985,4	1.514,2	782,5	5.243,9	230,0	3.413,1
Jul	24.936,6	12.046,1	1.075,5	10.970,6	3.534,5	1.994,8	1.539,8	784,6	5.049,9	228,2	3.293,1
Ago	25.588,5	12.051,6	1.083,0	10.968,6	3.539,6	1.995,1	1.544,4	795,8	5.238,2	228,1	3.735,3
Sep <sup>(p)</sup>	25.171,3	12.069,6	1.087,5	10.982,1	3.540,4	2.004,1	1.536,4	797,8	5.033,6	228,6	3.501,2
<b>Operaciones</b>											
2008	1.693,9	598,0	12,8	585,2	499,5	90,0	409,5	-56,4	-73,8	-3,0	730,8
2009	-645,4	20,1	34,2	-14,1	365,1	269,8	95,3	12,3	-465,4	7,8	-586,0
2010 II	515,6	133,6	36,1	97,5	41,5	55,8	-14,4	-2,0	-55,0	2,7	394,7
III <sup>(p)</sup>	168,8	42,9	1,3	41,6	29,3	9,0	20,3	10,1	3,6	-1,5	84,4
2010 Abr	283,2	33,5	3,1	30,4	18,7	11,5	7,2	35,4	71,5	0,1	124,0
May	391,9	37,1	14,4	22,7	-1,0	20,2	-21,2	-20,6	30,7	0,7	344,8
Jun	-159,5	63,0	18,5	44,4	23,8	24,2	-0,4	-16,8	-157,3	2,0	-74,1
Jul	-142,8	-1,6	-11,0	9,4	27,8	5,1	22,6	-2,9	-42,8	-1,8	-121,5
Ago	538,0	-6,1	7,2	-13,2	-2,6	-7,3	4,7	12,4	94,8	-0,3	439,8
Sep <sup>(p)</sup>	-226,4	50,5	5,1	45,4	4,2	11,2	-7,0	0,6	-48,4	0,6	-233,8

**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 <sup>2)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>3)</sup>	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
<b>Saldos vivos</b>										
2008	24.121,4	722,7	259,6	9.716,1	726,3	2.823,3	1.615,1	4.779,8	3.560,8	-82,3
2009	23.861,4	769,9	246,7	10.066,1	647,5	2.753,5	1.802,3	4.237,3	3.368,8	-30,7
2010 II	25.240,8	785,4	304,8	10.318,9	603,6	2.848,3	1.956,5	4.603,3	3.824,6	-4,6
III <sup>(p)</sup>	25.171,3	786,7	265,5	10.331,9	589,7	2.824,7	1.955,7	4.434,6	3.972,7	9,7
2010 Abr	24.631,5	772,6	247,5	10.144,7	634,2	2.844,2	1.840,8	4.548,5	3.668,1	-69,2
May	25.234,4	779,0	284,2	10.170,2	630,3	2.869,3	1.877,6	4.702,8	3.972,1	-51,1
Jun	25.240,8	785,4	304,8	10.318,9	603,6	2.848,3	1.956,5	4.603,3	3.824,6	-4,6
Jul	24.936,6	793,9	282,2	10.287,4	594,8	2.831,3	1.943,7	4.486,7	3.738,3	-21,8
Ago	25.588,5	787,9	262,1	10.310,6	610,1	2.843,1	1.980,3	4.631,0	4.162,0	1,5
Sep <sup>(p)</sup>	25.171,3	786,7	265,5	10.331,9	589,7	2.824,7	1.955,7	4.434,6	3.972,7	9,7
<b>Operaciones</b>										
2008	1.693,9	83,3	106,0	700,8	29,8	-32,8	138,5	91,6	601,8	-25,1
2009	-645,4	45,8	-4,4	288,6	-12,3	-55,4	142,7	-591,3	-502,4	43,3
2010 II	515,6	16,9	37,3	137,6	-28,8	-34,8	45,6	-45,0	354,8	31,8
III <sup>(p)</sup>	168,8	1,3	-39,5	39,0	-14,2	23,6	6,8	21,6	124,1	6,2
2010 Abr	283,2	4,0	-20,0	85,2	1,8	7,9	0,3	96,3	119,8	-12,2
May	391,9	6,4	36,8	5,7	-4,0	-15,4	14,2	4,0	322,3	21,9
Jun	-159,5	6,5	20,5	46,7	-26,6	-27,3	31,1	-145,3	-87,3	22,1
Jul	-142,8	8,4	-22,6	-18,0	-8,9	10,4	13,4	-10,6	-92,8	-22,0
Ago	538,0	-6,0	-20,2	15,9	15,3	-3,5	7,4	88,3	414,6	26,3
Sep <sup>(p)</sup>	-226,4	-1,2	3,4	41,2	-20,5	16,7	-14,0	-56,1	-197,7	2,0

Fuente: BCE.

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

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

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

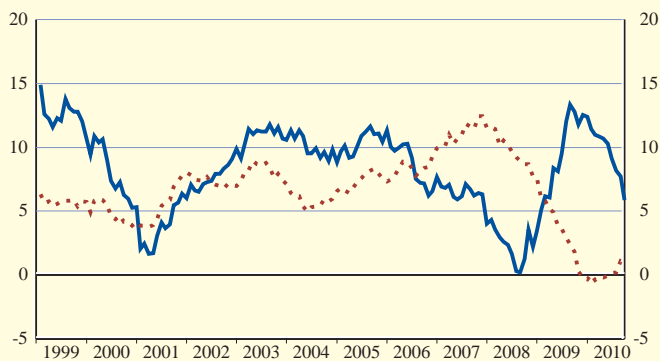
### 1. Agregados monetarios <sup>2)</sup> y contrapartidas

	M3				M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>	
	M2		M3-M2	Préstamos				Pro memoria: Préstamos ajustados por ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2008	3.980,6	4.040,7	8.021,4	1.371,5	9.392,9	-	6.281,8	2.575,5	12.969,6	10.779,9	-	431,9
2009	4.492,3	3.696,0	8.188,3	1.145,9	9.334,2	-	6.757,2	2.898,4	13.090,8	10.782,2	-	551,0
2010 II	4.657,6	3.642,1	8.299,8	1.128,3	9.428,1	-	7.136,0	3.048,6	13.243,4	10.957,5	-	646,5
III <sup>(p)</sup>	4.672,3	3.706,1	8.378,5	1.122,6	9.501,1	-	7.144,9	3.099,1	13.325,7	10.970,4	-	604,1
2010 May	4.646,3	3.637,5	8.283,8	1.103,4	9.387,2	-	7.013,3	3.023,4	13.105,6	10.862,0	-	686,5
Jun	4.657,6	3.642,1	8.299,8	1.128,3	9.428,1	-	7.136,0	3.048,6	13.243,4	10.957,5	-	646,5
Jul	4.687,6	3.642,6	8.330,2	1.102,6	9.432,8	-	7.103,9	3.062,0	13.280,3	10.947,8	-	566,4
Ago	4.735,1	3.671,8	8.407,0	1.114,5	9.521,5	-	7.178,1	3.089,5	13.366,7	11.003,5	-	611,2
Sep <sup>(p)</sup>	4.672,3	3.706,1	8.378,5	1.122,6	9.501,1	-	7.144,9	3.099,1	13.325,7	10.970,4	-	604,1
Operaciones												
2008	130,6	484,8	615,3	47,8	663,1	-	252,3	103,0	926,7	580,9	736,7	-166,3
2009	495,6	-368,3	127,3	-157,6	-30,3	-	421,2	308,1	84,1	-20,4	19,9	125,6
2010 II	73,9	-25,9	48,0	21,3	69,3	-	2,1	69,2	28,5	65,1	72,7	-15,8
III <sup>(p)</sup>	24,1	72,9	96,9	-10,2	86,7	-	75,6	41,4	119,5	57,2	79,9	-18,7
2010 May	-9,6	5,7	-3,9	-17,0	-20,9	-	-3,7	39,5	-16,9	18,1	18,7	41,3
Jun	3,2	6,6	9,9	24,2	34,0	-	-25,7	26,1	28,0	19,9	25,4	-48,0
Jul	35,3	4,9	40,2	-28,0	12,2	-	27,3	9,5	52,5	14,1	28,8	-34,8
Ago	44,7	26,7	71,3	11,7	83,1	-	28,1	19,5	76,5	44,4	47,6	7,2
Sep <sup>(p)</sup>	-55,9	41,3	-14,6	6,1	-8,5	-	20,3	12,5	-9,5	-1,2	3,4	8,9
Tasas de crecimiento												
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	-	7,1	4,2	7,7	5,7	7,1	-166,3
2009	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-	-0,2	6,7	11,9	0,6	-0,2	125,6
2010 II	9,1	-7,0	1,4	-7,7	0,2	-	0,1	3,9	8,1	0,0	0,3	39,4
III <sup>(p)</sup>	5,9	-2,7	1,9	-5,0	1,0	-	0,8	3,1	7,1	0,9	1,2	-2,2
2010 May	10,3	-7,9	1,5	-9,8	-0,1	-	0,0	5,1	9,5	0,1	0,2	94,7
Jun	9,1	-7,0	1,4	-7,7	0,2	-	0,1	3,9	8,1	0,0	0,3	39,4
Jul	8,2	-5,9	1,5	-8,5	0,2	-	0,5	3,8	7,7	0,6	0,7	-1,6
Ago	7,7	-4,6	2,0	-5,1	1,1	-	0,8	3,4	7,4	1,0	1,2	-24,6
Sep <sup>(p)</sup>	5,9	-2,7	1,9	-5,0	1,0	-	.	3,1	7,1	0,9	1,2	-2,2

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

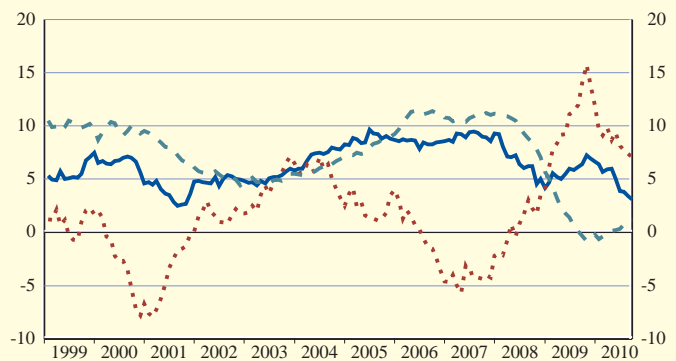
— M1  
- - - M3



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales. Las tasas de crecimiento interanual y otras tasas de crecimiento a más corto plazo de algunas variables pueden consultarse en <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

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

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

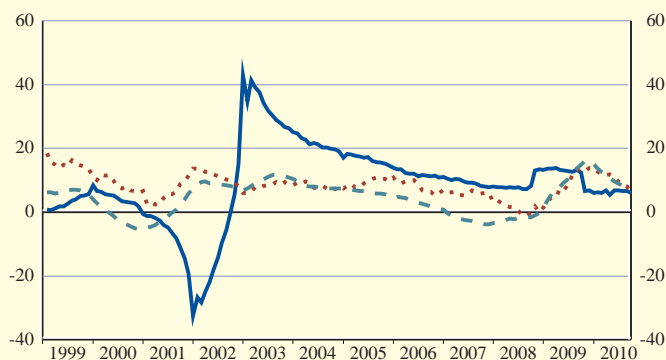
#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores distintos de acciones hasta 2 años	Valores distintos de acciones a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2008	710,4	3.270,2	2.472,2	1.568,6	350,2	755,2	266,1	2.569,3	121,6	1.987,1	1.603,8
2009	755,1	3.737,2	1.890,6	1.805,4	340,2	673,8	131,9	2.634,0	131,9	2.202,2	1.789,2
2010 II	784,9	3.872,7	1.798,7	1.843,4	401,8	604,1	122,4	2.711,6	128,1	2.339,0	1.957,3
III <sup>(p)</sup>	791,2	3.881,1	1.816,0	1.890,2	400,5	594,8	127,3	2.696,2	122,5	2.375,6	1.950,6
2010 May	780,2	3.866,1	1.791,7	1.845,8	358,2	616,2	129,0	2.734,6	129,0	2.254,1	1.895,6
Jun	784,9	3.872,7	1.798,7	1.843,4	401,8	604,1	122,4	2.711,6	128,1	2.339,0	1.957,3
Jul	782,2	3.905,4	1.787,7	1.854,9	390,2	585,9	126,5	2.689,4	126,0	2.344,4	1.944,1
Ago	791,7	3.943,5	1.797,7	1.874,1	387,7	600,5	126,3	2.706,5	125,1	2.363,2	1.983,3
Sep <sup>(p)</sup>	791,2	3.881,1	1.816,0	1.890,2	400,5	594,8	127,3	2.696,2	122,5	2.375,6	1.950,6
Operaciones											
2008	83,6	46,9	464,2	20,5	47,0	32,9	-32,1	0,6	0,7	114,7	136,2
2009	43,4	452,2	-605,7	237,4	-10,1	-13,2	-134,3	78,8	8,9	192,6	140,9
2010 II	9,6	64,2	-42,6	16,6	60,0	-25,4	-13,2	-37,5	-1,9	-6,4	47,9
III <sup>(p)</sup>	6,3	17,8	25,9	46,9	-1,0	-9,5	0,3	36,2	-2,2	40,8	0,8
2010 May	11,1	-20,7	4,4	1,3	-1,2	-8,3	-7,5	-17,9	0,0	-9,5	23,7
Jun	4,8	-1,5	-1,4	8,1	43,6	-12,1	-7,4	-28,5	-1,0	-10,1	13,9
Jul	-2,7	38,0	-6,7	11,6	-11,5	-18,2	1,7	7,4	-1,0	7,8	13,0
Ago	9,5	35,2	7,5	19,2	-2,6	14,5	-0,3	2,0	0,2	15,8	10,0
Sep <sup>(p)</sup>	-0,5	-55,4	25,1	16,2	13,1	-5,8	-1,2	26,8	-1,4	17,1	-22,2
Tasas de crecimiento											
2008	13,3	1,5	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,7	0,0	0,5	6,1	9,3
2009	6,1	13,8	-24,3	15,1	-2,8	-1,8	-50,2	3,1	7,2	9,7	8,6
2010 II	6,9	9,6	-19,4	9,1	16,7	-13,5	-32,1	1,5	0,6	4,2	7,3
III <sup>(p)</sup>	6,0	5,9	-11,8	7,9	22,2	-15,3	-16,2	1,5	-3,8	3,1	5,9
2010 May	6,8	11,0	-21,1	9,7	9,8	-12,4	-33,6	2,8	2,3	5,6	8,1
Jun	6,9	9,6	-19,4	9,1	16,7	-13,5	-32,1	1,5	0,6	4,2	7,3
Jul	6,6	8,5	-17,4	8,2	17,9	-16,6	-26,5	1,3	-1,3	3,8	8,0
Ago	6,7	8,0	-15,1	8,1	24,0	-14,6	-19,8	0,5	-1,9	3,8	7,5
Sep <sup>(p)</sup>	6,0	5,9	-11,8	7,9	22,2	-15,3	-16,2	1,5	-3,8	3,1	5,9

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

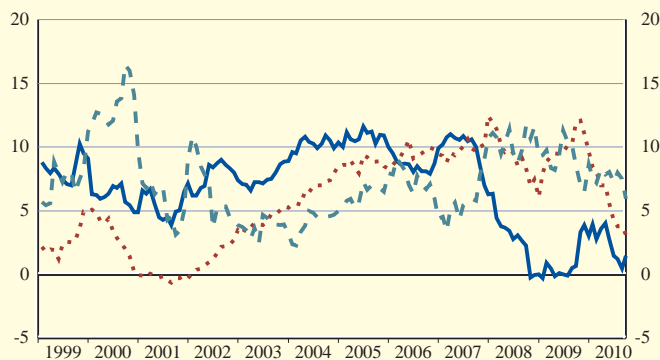
- Efectivo en circulación
- Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

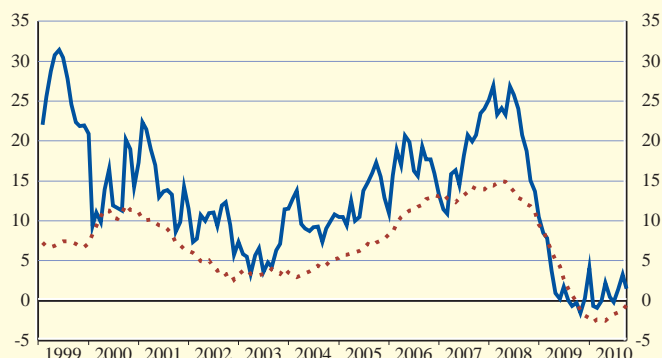
### 1. Préstamos a intermediarios financieros, sociedades no financieras y hogares

	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>	Sociedades no financieras			Hogares <sup>4)</sup>				
	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
<b>Saldos vivos</b>										
2008	104,9	971,7	4.821,3	1.381,1	960,9	2.479,3	4.882,0	632,4	3.483,0	766,6
2009	90,0	1.058,6	4.684,9	1.185,4	936,8	2.562,7	4.948,7	631,7	3.543,3	773,8
2010 II	85,4	1.092,8	4.691,2	1.134,9	925,0	2.631,3	5.088,1	644,2	3.631,5	812,3
III <sup>(p)</sup>	91,4	1.070,1	4.699,2	1.135,6	924,4	2.639,3	5.109,8	639,1	3.651,9	818,8
2010 May	90,2	1.069,6	4.688,3	1.163,9	920,7	2.603,7	5.014,0	624,5	3.605,5	784,0
Jun	85,4	1.092,8	4.691,2	1.134,9	925,0	2.631,3	5.088,1	644,2	3.631,5	812,3
Jul	91,9	1.104,1	4.664,7	1.121,1	917,1	2.626,5	5.087,1	641,0	3.636,1	810,0
Ago	95,4	1.115,0	4.686,1	1.128,2	919,1	2.638,8	5.107,0	642,8	3.649,6	814,7
Sep <sup>(p)</sup>	91,4	1.070,1	4.699,2	1.135,6	924,4	2.639,3	5.109,8	639,1	3.651,9	818,8
<b>Operaciones</b>										
2008	-3,7	86,9	418,2	86,8	119,6	211,8	79,5	10,4	52,1	16,9
2009	-13,5	35,9	-105,5	-180,9	-18,1	93,5	62,7	-0,9	51,3	12,4
2010 II	-1,2	32,9	-3,2	-28,7	2,1	23,4	36,6	0,4	31,9	4,2
III <sup>(p)</sup>	6,2	7,1	19,6	9,3	-0,7	11,0	24,3	-2,7	19,9	7,1
2010 May	-0,5	-8,5	17,8	9,7	-1,7	9,8	9,3	-1,3	9,0	1,5
Jun	-3,8	22,1	-9,7	-22,2	5,1	7,3	11,3	1,7	10,2	-0,6
Jul	6,6	16,8	-13,0	-8,8	-5,1	0,9	3,6	-2,2	6,6	-0,8
Ago	3,4	9,7	17,3	5,7	1,7	9,8	14,0	1,6	8,3	4,1
Sep <sup>(p)</sup>	-3,9	-19,4	15,3	12,3	2,7	0,2	6,8	-2,2	5,1	3,9
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2008	-3,5	10,0	9,5	6,7	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,2
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	-0,1	1,5	1,6
2010 II	-13,5	-0,4	-1,7	-9,9	-3,9	3,3	2,7	-0,3	3,3	2,6
III <sup>(p)</sup>	-1,2	1,6	-0,6	-6,1	-2,3	2,7	2,8	-0,9	3,4	3,0
2010 May	-7,8	0,4	-2,1	-10,3	-4,7	3,2	2,6	-0,4	3,1	2,9
Jun	-13,5	-0,4	-1,7	-9,9	-3,9	3,3	2,7	-0,3	3,3	2,6
Jul	-1,0	1,2	-1,4	-8,3	-3,9	2,8	2,7	-0,6	3,4	2,6
Ago	5,8	3,2	-1,1	-7,9	-3,2	2,9	2,9	-0,4	3,4	2,9
Sep <sup>(p)</sup>	-1,2	1,6	-0,6	-6,1	-2,3	2,7	2,8	-0,9	3,4	3,0

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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

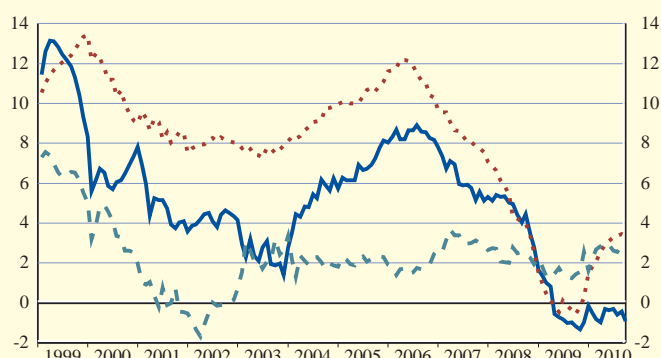
— Otros intermediarios financieros  
 ..... Sociedades no financieras



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

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



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

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

**2. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>				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
<b>Saldos vivos</b>												
2009	80,3	57,4	7,0	15,9	1.051,6	592,9	185,8	272,9	4.691,3	1.181,3	937,2	2.572,8
2010 II	89,6	68,1	5,7	15,8	1.103,4	587,7	216,1	299,6	4.699,5	1.147,0	924,9	2.627,5
III <sup>(p)</sup>	92,5	72,2	5,8	14,5	1.083,2	583,8	203,0	296,5	4.689,0	1.132,9	922,1	2.634,0
2010 Jul	95,2	74,1	5,4	15,7	1.097,8	581,0	214,6	302,1	4.682,8	1.134,1	919,5	2.629,2
Ago	95,7	74,6	5,0	16,0	1.092,6	580,1	212,3	300,3	4.673,6	1.119,9	917,5	2.636,3
Sep <sup>(p)</sup>	92,5	72,2	5,8	14,5	1.083,2	583,8	203,0	296,5	4.689,0	1.132,9	922,1	2.634,0
<b>Operaciones</b>												
2009	-11,9	-11,8	0,9	-0,9	39,4	24,5	7,5	7,4	-104,8	-180,7	-17,9	93,8
2010 II	3,4	3,8	-0,2	-0,1	35,8	25,5	6,9	3,4	8,6	-13,3	0,8	21,1
III <sup>(p)</sup>	3,1	4,3	0,2	-1,4	9,7	5,6	1,8	2,2	1,2	-5,4	-2,8	9,5
2010 Jul	5,7	6,1	-0,3	-0,1	-0,1	-3,4	-0,6	3,9	-3,1	-7,8	-2,6	7,4
Ago	0,4	0,5	-0,4	0,3	-6,2	-3,8	-2,7	0,3	-13,3	-15,6	-2,3	4,6
Sep <sup>(p)</sup>	-3,0	-2,3	0,9	-1,6	16,0	12,8	5,1	-1,9	17,6	18,0	2,1	-2,5
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2009	-13,0	-17,1	14,2	-4,7	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,1	-1,9	3,8
2010 II	-13,2	-14,9	-28,4	3,9	-0,2	-1,6	-3,0	5,2	-1,7	-9,9	-3,9	3,3
III <sup>(p)</sup>	-1,0	2,2	-24,9	-3,5	1,5	1,6	-1,6	3,5	-0,6	-6,0	-2,3	2,7
2010 Jul	-1,0	0,8	-30,1	4,8	1,4	1,7	-4,4	4,7	-1,5	-8,3	-3,9	2,8
Ago	5,8	10,4	-35,4	6,4	3,3	5,1	-3,9	4,1	-1,1	-7,9	-3,2	2,9
Sep <sup>(p)</sup>	-1,0	2,2	-24,9	-3,5	1,5	1,6	-1,6	3,5	-0,6	-6,0	-2,3	2,7

**3. Préstamos a hogares <sup>4)</sup>**

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades			
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2009	4.960,1	633,7	136,0	195,1	302,6	3.551,7	15,0	60,8	3.475,9	774,7	146,7	87,7	540,4
2010 II	5.091,5	647,6	146,9	192,1	308,6	3.626,5	14,1	56,4	3.556,0	817,4	151,7	86,7	579,0
III <sup>(p)</sup>	5.116,5	641,0	142,5	188,5	310,0	3.656,1	14,7	58,8	3.582,7	819,4	147,3	87,0	585,1
2010 Jul	5.094,0	644,7	144,1	192,6	307,9	3.638,9	14,1	57,1	3.567,7	810,4	145,4	86,8	578,2
Ago	5.105,8	643,3	144,6	191,1	307,7	3.649,5	14,7	57,3	3.577,4	813,0	145,0	86,5	581,5
Sep <sup>(p)</sup>	5.116,5	641,0	142,5	188,5	310,0	3.656,1	14,7	58,8	3.582,7	819,4	147,3	87,0	585,1
<b>Operaciones</b>													
2009	63,2	-0,9	-1,3	-4,3	4,7	51,6	-2,6	-8,2	62,4	12,4	-7,8	-1,7	22,0
2010 II	49,4	5,9	1,7	-0,6	4,8	32,6	-0,7	-2,4	35,7	10,8	-4,1	-2,0	17,0
III <sup>(p)</sup>	27,6	-4,2	-3,7	-3,2	2,7	29,2	0,3	2,4	26,6	2,6	-4,8	0,2	7,1
2010 Jul	6,9	-1,9	-2,3	0,7	-0,2	14,4	0,1	0,7	13,6	-5,6	-5,9	0,2	0,1
Ago	5,9	-1,5	0,5	-1,6	-0,3	5,3	0,2	0,2	5,0	2,1	-0,6	-0,3	3,0
Sep <sup>(p)</sup>	14,8	-0,8	-1,9	-2,2	3,3	9,5	0,0	1,5	8,0	6,1	1,8	0,4	4,0
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2009	1,3	-0,1	-0,9	-2,2	1,6	1,5	-14,9	-12,0	1,8	1,6	-5,0	-1,9	4,2
2010 II	2,7	-0,3	-2,2	-2,1	1,7	3,3	-11,2	-11,6	3,7	2,6	-7,6	-3,6	6,6
III <sup>(p)</sup>	2,8	-0,9	-3,0	-3,6	1,8	3,4	-7,0	-5,2	3,6	3,0	-7,4	-3,2	7,0
2010 Jul	2,7	-0,6	-2,5	-2,1	1,3	3,4	-10,7	-10,6	3,7	2,6	-6,9	-3,8	6,3
Ago	2,8	-0,4	-1,6	-2,2	1,2	3,4	-9,1	-10,3	3,8	2,9	-6,4	-3,6	6,5
Sep <sup>(p)</sup>	2,8	-0,9	-3,0	-3,6	1,8	3,4	-7,0	-5,2	3,6	3,0	-7,4	-3,2	7,0

Fuente: BCE.

- Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Incluye los fondos de inversión.
- Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

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

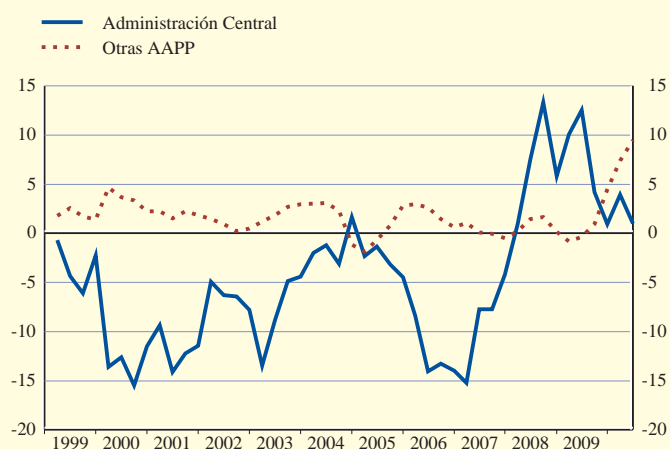
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2007	954,4	213,2	217,3	494,5	29,4	3.295,5	2.341,6	953,8	59,6	894,2
2008	968,3	227,0	209,8	509,3	22,2	3.242,4	2.278,8	963,6	57,5	906,1
2009 III	993,8	235,1	209,4	518,6	30,7	2.803,2	1.891,3	911,9	47,5	864,3
IV	1.001,5	229,1	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,1	860,6
2010 I	1.032,4	242,1	209,0	539,0	42,2	2.949,9	1.985,2	964,7	46,8	918,0
II <sup>(p)</sup>	1.068,1	250,2	225,0	547,9	44,8	3.075,3	2.074,8	1.000,5	50,8	949,8
<b>Operaciones</b>										
2007	-7,9	-4,4	-13,0	5,9	3,6	540,1	381,3	158,9	0,3	158,7
2008	13,7	12,5	-8,1	16,5	-7,2	-59,8	-86,0	26,1	0,3	25,8
2009 III	-4,2	-13,3	3,2	3,9	2,1	-75,0	-69,9	-5,1	0,8	-5,8
IV	10,2	-6,2	0,4	12,8	3,1	-3,8	11,4	-15,2	-1,4	-13,8
2010 I	30,4	12,6	-0,8	10,1	8,5	53,9	24,1	29,6	-0,6	30,2
II <sup>(p)</sup>	36,9	9,4	15,9	9,0	2,6	-20,9	1,3	-22,2	-0,8	-21,4
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007	-1,0	-4,2	-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	-24,4	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 III	1,7	4,2	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,9
IV	3,6	0,9	0,1	4,2	51,9	-11,8	-15,1	-4,1	-3,0	-4,2
2010 I	6,6	4,0	1,8	5,8	101,2	-3,2	-5,4	1,7	-4,7	2,1
II <sup>(p)</sup>	7,4	1,0	9,1	7,0	56,8	-1,5	-1,6	-1,3	-4,5	-1,2

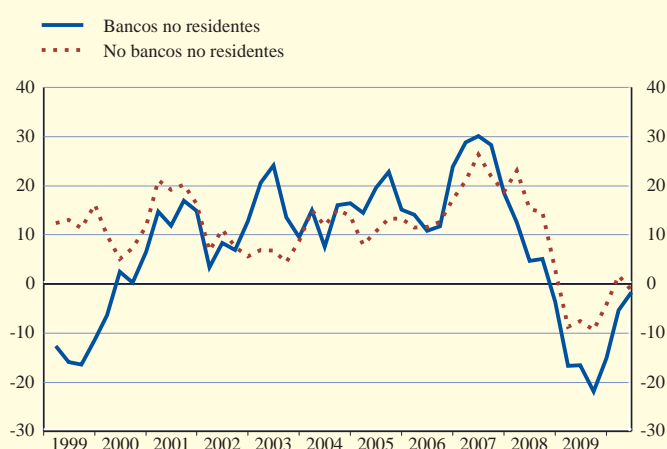
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

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

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

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



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

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

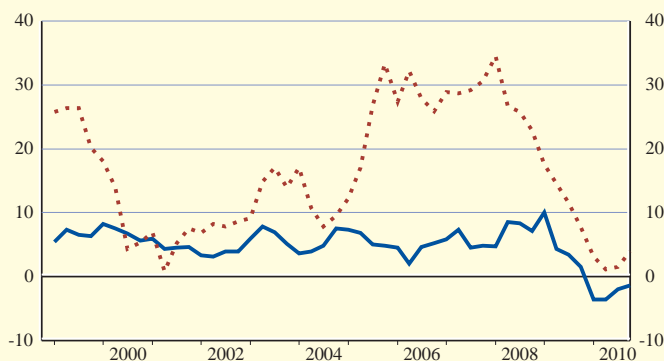
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2008	761,4	84,3	114,2	537,2	1,1	1,5	23,1	1.802,4	319,9	420,4	852,9	12,3	0,1	197,0
2009	737,8	84,1	86,9	543,0	2,2	1,4	20,2	1.872,5	313,1	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9
2010 II	739,0	94,6	84,6	535,4	2,3	0,3	21,8	2.069,1	367,4	293,8	1.058,9	9,1	0,2	339,6
III <sup>(p)</sup>	735,9	88,4	89,3	532,7	2,6	0,3	22,7	2.079,3	361,5	311,2	1.057,2	8,6	0,7	340,0
2010 May	732,2	91,2	87,3	536,0	2,4	0,3	15,0	1.953,5	369,1	299,7	967,3	12,4	0,2	304,8
Jun	739,0	94,6	84,6	535,4	2,3	0,3	21,8	2.069,1	367,4	293,8	1.058,9	9,1	0,2	339,6
Jul	737,0	93,7	87,5	534,6	2,4	0,3	18,5	2.045,3	360,0	300,1	1.055,4	9,0	0,3	320,5
Ago	736,4	89,8	92,2	532,8	2,4	0,3	19,0	2.060,5	364,1	300,6	1.064,1	8,6	0,8	322,3
Sep <sup>(p)</sup>	735,9	88,4	89,3	532,7	2,6	0,3	22,7	2.079,3	361,5	311,2	1.057,2	8,6	0,7	340,0
<b>Operaciones</b>														
2008	69,2	12,4	42,7	12,2	-0,3	0,1	2,2	268,8	4,4	71,8	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009	-27,7	-1,0	-30,4	5,5	1,1	-0,1	-2,8	56,7	6,8	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0
2010 II	0,0	3,8	-0,2	-7,2	-0,2	2,2	1,5	71,5	33,8	-21,6	-1,4	-8,0	0,1	68,6
III <sup>(p)</sup>	-1,9	-5,5	5,1	-6,0	0,3	3,3	0,9	24,1	-2,9	21,0	5,3	-0,5	0,5	0,7
2010 May	-4,1	2,6	2,2	-6,6	-0,1	1,1	-3,3	-4,9	-0,6	-3,8	-3,8	-6,0	0,1	9,2
Jun	5,2	-0,1	-2,2	-0,3	-0,1	1,1	6,8	16,4	-2,9	-6,2	-6,0	-3,3	0,0	34,7
Jul	-0,9	-0,3	3,2	-1,8	0,1	1,1	-3,2	-17,2	-5,8	7,9	-0,1	-0,1	0,0	-19,0
Ago	-1,2	-4,2	4,4	-3,0	0,0	1,1	0,4	11,4	3,0	-0,4	7,0	-0,4	0,5	1,7
Sep <sup>(p)</sup>	0,3	-1,0	-2,5	-1,2	0,2	1,1	3,7	29,9	-0,1	13,5	-1,5	0,1	0,0	17,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2008	10,0	17,3	59,9	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,0	20,0	-2,5	-	34,6
2009	-3,6	-1,1	-26,4	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 II	-2,0	6,0	-7,8	-3,3	33,3	-	14,3	1,5	6,8	-16,6	-1,5	-36,5	-	33,0
III <sup>(p)</sup>	-1,4	2,2	3,0	-4,4	36,2	-	18,2	3,9	13,5	-10,3	-1,4	-41,2	-	34,2
2010 May	-3,4	8,4	-12,6	-3,2	28,7	-	-23,8	2,6	16,8	-20,0	0,9	-17,1	-	27,3
Jun	-2,0	6,0	-7,8	-3,3	33,3	-	14,3	1,5	6,8	-16,6	-1,5	-36,5	-	33,0
Jul	-1,9	4,9	-4,2	-3,7	30,1	-	9,6	3,2	14,5	-15,1	-1,6	-39,4	-	37,6
Ago	-2,1	-1,0	4,5	-4,3	30,5	-	1,3	4,7	19,7	-16,3	-0,6	-41,9	-	42,8
Sep <sup>(p)</sup>	-1,4	2,2	3,0	-4,4	36,2	-	18,2	3,9	13,5	-10,3	-1,4	-41,2	-	34,2

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

(tasas de crecimiento interanual)

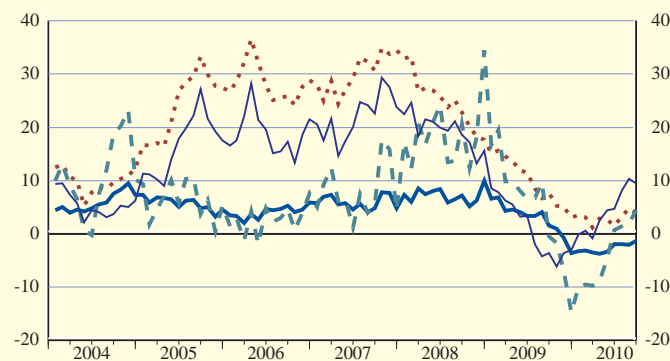
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)
- - - - - Empresas de seguros y fondos de pensiones (incluidos en M3)<sup>4)</sup>
- Otros intermediarios financieros (incluidos en M3)<sup>5)</sup>



Fuente: BCE.

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

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

3) Incluye los fondos de inversión.

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

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

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

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

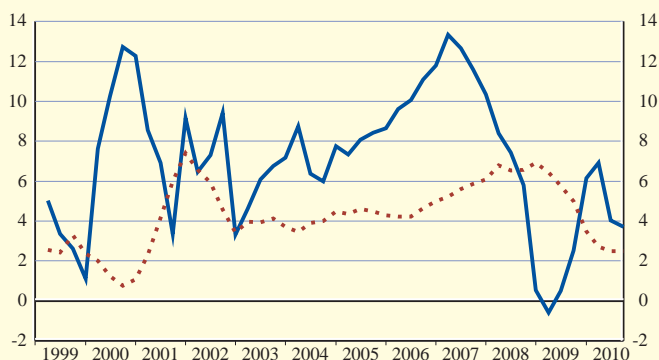
### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2008	1.502,6	883,3	502,0	64,4	27,9	1,3	23,7	5.379,2	1.814,5	1.358,2	519,0	1.490,2	113,6	83,7
2009	1.603,1	1.001,1	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,8	2.157,0	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010 II	1.583,9	1.000,7	415,1	82,3	71,2	2,1	12,5	5.660,4	2.229,7	907,4	643,8	1.732,3	116,8	30,5
III <sup>(p)</sup>	1.607,8	997,9	435,0	86,9	74,2	2,1	11,8	5.653,1	2.203,9	898,4	652,5	1.756,0	110,8	31,6
2010 May	1.595,9	1.003,9	415,3	88,1	74,1	1,8	12,7	5.629,5	2.192,4	910,0	642,6	1.734,2	118,1	32,3
Jun	1.583,9	1.000,7	415,1	82,3	71,2	2,1	12,5	5.660,4	2.229,7	907,4	643,8	1.732,3	116,8	30,5
Jul	1.583,2	987,2	426,0	84,0	72,2	2,1	11,7	5.675,2	2.241,4	901,0	646,7	1.740,1	114,6	31,5
Ago	1.603,3	993,4	437,0	84,5	74,4	2,1	11,9	5.660,1	2.211,9	902,1	650,2	1.751,2	112,8	31,8
Sep <sup>(p)</sup>	1.607,8	997,9	435,0	86,9	74,2	2,1	11,8	5.653,1	2.203,9	898,4	652,5	1.756,0	110,8	31,6
<b>Operaciones</b>														
2008	8,0	-5,1	13,5	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	336,2	-43,8	28,1	1,7	-3,4
2009	93,0	114,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,8	320,6	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010 II	3,3	18,7	-17,2	-0,5	2,0	0,3	-0,1	49,1	62,9	-30,3	11,9	16,3	-6,0	-5,6
III <sup>(p)</sup>	31,3	1,4	22,8	4,9	2,9	0,0	-0,7	-4,0	-24,4	-7,3	8,8	23,9	-6,0	1,1
2010 May	0,9	5,7	-5,2	1,4	-0,9	0,0	-0,1	6,5	7,2	-7,5	4,9	5,3	-1,7	-1,6
Jun	-10,0	-0,2	-5,3	-5,6	1,0	0,3	-0,2	27,8	30,8	-6,2	2,7	4,8	-2,5	-1,8
Jul	3,0	-11,4	12,4	1,8	1,0	0,0	-0,8	16,8	12,5	-5,4	3,0	7,9	-2,2	1,0
Ago	18,4	5,3	10,3	0,5	2,2	0,0	0,2	-16,3	-29,9	0,5	3,5	11,1	-1,7	0,3
Sep <sup>(p)</sup>	9,9	7,6	0,1	2,6	-0,3	0,0	-0,1	-4,4	-7,0	-2,4	2,4	4,9	-2,0	-0,2
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2008	0,5	-0,6	2,9	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,0	-7,8	1,9	1,5	-3,9
2009	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010 II	4,0	9,1	-11,2	14,5	50,5	42,9	-36,2	2,5	10,4	-24,5	20,1	8,3	-2,2	-40,1
III <sup>(p)</sup>	3,7	5,2	-3,5	11,8	33,7	40,1	-32,1	2,5	7,0	-18,2	16,4	7,6	-9,6	-26,8
2010 May	5,8	12,2	-12,2	21,7	56,8	30,4	-37,8	2,1	10,3	-25,7	20,6	8,7	0,7	-40,4
Jun	4,0	9,1	-11,2	14,5	50,5	42,9	-36,2	2,5	10,4	-24,5	20,1	8,3	-2,2	-40,1
Jul	4,2	8,3	-8,5	13,7	41,4	42,5	-36,5	2,6	10,1	-22,9	18,8	7,9	-5,0	-38,1
Ago	4,6	7,0	-4,9	11,2	39,7	44,1	-27,9	2,5	8,4	-20,7	17,7	7,6	-7,0	-33,9
Sep <sup>(p)</sup>	3,7	5,2	-3,5	11,8	33,7	40,1	-32,1	2,5	7,0	-18,2	16,4	7,6	-9,6	-26,8

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

(tasas de crecimiento interanual)

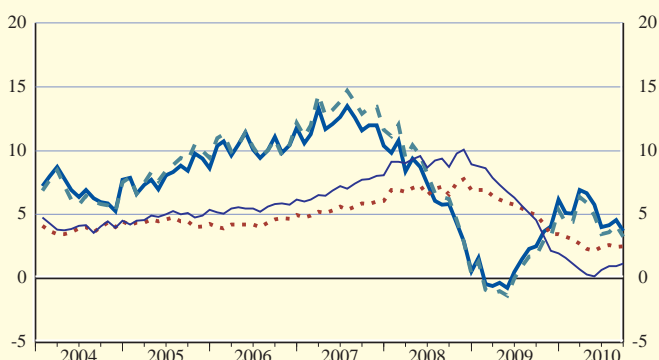
- Sociedades no financieras (total)
- Hogares (total)



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

(tasas de crecimiento interanual)

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



Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

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

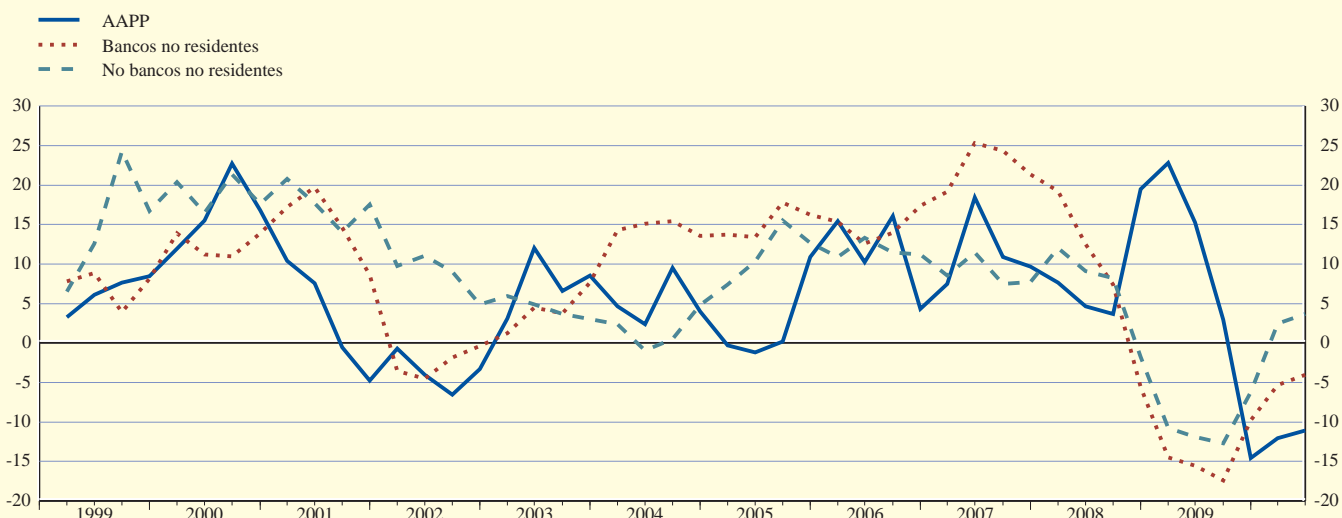
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

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

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2007	373,5	126,8	58,8	107,7	80,2	3.859,6	2.951,8	907,7	143,1	764,6
2008	444,7	190,8	52,1	116,1	85,8	3.713,2	2.816,1	897,1	65,6	831,5
2009 III	402,8	156,8	51,0	123,2	71,7	3.419,9	2.561,8	858,1	63,3	794,8
IV	372,9	144,1	43,4	114,3	71,1	3.368,2	2.532,3	835,9	56,7	779,2
2010 I	397,6	166,2	50,4	108,4	72,6	3.543,2	2.638,6	904,6	66,8	837,9
II <sup>(p)</sup>	412,7	167,6	54,5	113,8	76,8	3.699,6	2.695,8	1.003,8	46,9	956,9
Operaciones										
2008	72,7	63,4	-6,5	8,7	7,1	-183,3	-165,8	-17,5	-36,8	19,3
2009	-64,8	-38,1	-8,7	-2,5	-15,5	-331,5	-275,6	-55,9	-4,5	-51,3
2009 III	-62,1	-58,8	2,3	4,1	-9,6	-80,2	-73,2	-7,0	-0,2	-6,8
IV	-30,1	-12,8	-7,7	-8,8	-0,9	-80,1	-55,9	-24,2	-2,7	-21,5
2010 I	24,6	22,1	7,0	-5,9	1,4	95,3	49,6	45,7	9,1	36,6
II <sup>(p)</sup>	14,6	1,3	4,0	5,1	4,2	-9,5	-27,6	18,0	-21,8	39,8
Tasas de crecimiento										
2007	9,6	-2,4	29,9	10,6	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,4	50,0	-11,0	8,1	8,8	-4,6	-5,6	-1,7	-25,6	2,7
2009 III	3,0	18,7	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,1	-10,3
IV	-14,6	-20,0	-16,7	-2,1	-18,0	-8,9	-9,8	-6,3	-7,0	-6,2
2010 I	-12,0	-17,4	-0,1	-5,4	-13,3	-3,5	-5,3	2,4	12,0	1,7
II <sup>(p)</sup>	-11,1	-20,8	11,5	-4,7	-6,0	-2,1	-4,0	3,7	-25,4	5,8

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

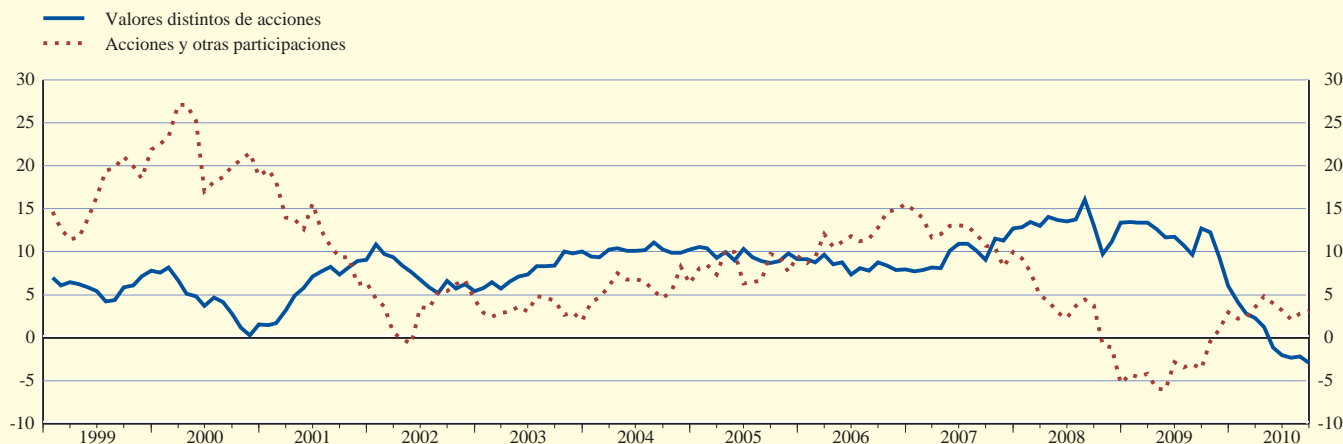
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Valores distintos de acciones							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos</b>												
2008	5.854,5	1.884,0	92,3	1.226,1	19,3	1.355,3	51,2	1.226,5	1.472,8	421,8	775,0	276,1
2009	6.207,8	1.971,3	109,1	1.467,2	16,0	1.457,8	39,4	1.147,1	1.515,3	434,8	800,3	280,2
2010 II	6.304,7	1.914,5	117,2	1.550,4	18,5	1.476,0	28,5	1.199,7	1.523,0	456,3	771,6	295,2
III <sup>(p)</sup>	6.207,4	1.868,4	106,2	1.547,0	17,7	1.496,4	30,4	1.141,5	1.534,7	458,3	785,9	290,4
2010 May	6.270,0	1.942,3	115,6	1.533,8	17,8	1.441,1	28,4	1.191,0	1.543,6	465,6	789,7	288,3
Jun	6.304,7	1.914,5	117,2	1.550,4	18,5	1.476,0	28,5	1.199,7	1.523,0	456,3	771,6	295,2
Jul	6.259,4	1.893,0	104,7	1.549,3	16,9	1.502,4	27,7	1.165,3	1.517,5	455,7	773,4	288,3
Ago	6.307,1	1.896,0	117,0	1.543,5	17,5	1.508,0	26,7	1.198,4	1.529,0	457,2	784,1	287,7
Sep <sup>(p)</sup>	6.207,4	1.868,4	106,2	1.547,0	17,7	1.496,4	30,4	1.141,5	1.534,7	458,3	785,9	290,4
<b>Operaciones</b>												
2008	695,6	213,8	5,8	38,3	1,9	389,8	19,0	26,9	-85,2	22,4	-56,9	-50,8
2009	354,5	83,6	16,6	230,6	-3,2	103,3	-12,0	-64,4	43,2	29,4	11,6	2,3
2010 II	-96,6	-53,6	-6,9	13,7	-0,4	-0,9	-14,8	-33,7	15,9	10,7	-2,0	7,2
III <sup>(p)</sup>	-39,9	-49,9	0,2	-13,0	-0,2	12,5	7,8	2,6	5,6	2,1	9,7	-6,2
2010 May	-81,6	-20,7	-5,1	-10,5	-0,6	-7,1	-14,3	-23,2	-10,8	9,4	-20,6	0,3
Jun	-12,3	-20,6	-0,4	13,4	0,3	-0,7	-0,2	-4,0	-22,5	-11,3	-16,8	5,6
Jul	-7,8	-23,6	-6,4	-4,9	-0,9	22,4	0,3	5,2	-11,6	-2,0	-2,9	-6,7
Ago	18,8	0,7	10,1	-11,6	-0,3	4,6	0,0	15,3	14,3	3,7	11,9	-1,3
Sep <sup>(p)</sup>	-50,9	-27,0	-3,4	3,5	1,0	-14,5	7,5	-17,8	2,9	0,5	0,7	1,7
<b>Tasa de crecimiento</b>												
2008	13,4	12,8	8,0	3,2	9,9	39,9	57,3	2,2	-5,3	5,3	-6,8	-15,4
2009	6,0	4,4	17,5	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010 II	-2,0	-4,8	-2,6	6,5	-23,0	-0,8	-49,7	-6,8	3,2	8,1	-0,8	7,2
III <sup>(p)</sup>	-2,9	-7,0	-1,8	3,2	-16,6	0,5	-34,3	-6,6	3,1	6,4	0,4	5,5
2010 May	-1,2	-4,8	-1,9	8,8	-19,8	0,4	-49,0	-6,2	4,0	9,9	0,1	5,9
Jun	-2,0	-4,8	-2,6	6,5	-23,0	-0,8	-49,7	-6,8	3,2	8,1	-0,8	7,2
Jul	-2,3	-6,8	-8,8	5,6	-22,0	1,0	-49,6	-5,7	2,1	6,0	-0,3	2,8
Ago	-2,2	-6,5	1,1	4,8	-18,6	1,4	-48,9	-5,7	2,8	6,3	1,2	2,2
Sep <sup>(p)</sup>	-2,9	-7,0	-1,8	3,2	-16,6	0,5	-34,3	-6,6	3,1	6,4	0,4	5,5

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

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

## 2.7 Revalorización de algunas partidas del balance de las IFM <sup>1),2)</sup>

(mm de euros)

### 1. saneamiento total o parcial de los préstamos a hogares <sup>3)</sup>

	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	-7,5	-1,8	-2,3	-3,4	-4,0	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2010 I	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-1,1	0,0	0,0	-1,1	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
II	-1,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,0	0,0	-1,0	-1,9	-0,3	-0,4	-1,3
III <sup>(p)</sup>	-1,9	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,1	-0,2	-0,8
2010 Jul	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3
Ago	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,3
Sep <sup>(p)</sup>	-1,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2

### 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	A más de 5 años	Total	Hasta 1 año	A más de 1 año
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,1	-3,4	-1,7
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,9	-2,6	-4,2
2010 I	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
II	-17,8	-5,5	-6,4	-6,0	-0,9	-0,4	-0,5
III <sup>(p)</sup>	-10,2	-4,0	-2,7	-3,5	-0,4	-0,2	-0,2
2010 Jul	-3,5	-2,1	-0,4	-1,0	-0,2	-0,3	0,1
Ago	-2,7	-0,9	-0,9	-1,0	0,0	0,0	0,0
Sep <sup>(p)</sup>	-4,0	-1,1	-1,4	-1,5	-0,2	0,1	-0,3

### 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	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-60,4	-12,0	0,0	4,5	0,0	-19,0	-2,2	-31,7	-63,6	-9,2	-46,2	-8,2
2009	4,4	8,2	0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,8	-3,0	1,0	-5,9	3,4	3,5
2010 I	14,3	3,2	0,3	4,5	0,1	2,4	0,1	3,7	0,5	-1,0	-0,2	1,7
II	-12,5	-2,5	0,4	-8,9	0,5	-4,3	0,0	2,3	-14,6	-3,3	-7,3	-4,0
III <sup>(p)</sup>	23,4	5,1	-0,2	9,6	0,7	7,1	-3,8	4,9	6,1	0,0	4,6	1,4
2010 Jul	12,3	2,1	0,2	3,8	0,0	4,1	0,1	2,1	6,1	1,6	4,7	-0,2
Ago	9,8	2,2	-0,3	5,8	0,5	1,2	-1,7	2,1	-2,7	-2,2	-1,2	0,7
Sep <sup>(p)</sup>	1,3	0,7	-0,1	0,1	0,2	1,8	-2,2	0,8	2,7	0,7	1,1	0,9

Fuente: BCE.

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

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

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

## 2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM <sup>1) 2)</sup>

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

### 1. Depósitos

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>3)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>De residentes en la zona del euro</b>														
2007	6.083,9	92,0	8,0	4,8	0,4	1,2	1,0	9.063,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.852,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,3	0,8	9.890,2	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 III	6.281,9	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.070,3	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
IV	6.281,8	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.188,1	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 I	6.221,8	93,0	7,0	4,1	0,3	1,2	0,8	10.200,7	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
II <sup>(p)</sup>	6.544,5	92,4	7,6	4,5	0,3	1,2	0,9	10.465,1	96,9	3,1	2,0	0,2	0,1	0,4
<b>De no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.951,8	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	907,7	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008	2.816,1	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,1	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 III	2.561,8	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	858,1	54,1	45,9	30,6	1,5	1,6	7,7
IV	2.532,3	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	835,9	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010 I	2.638,6	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	904,6	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1
II <sup>(p)</sup>	2.695,8	53,1	46,9	30,8	2,1	1,6	9,4	1.003,8	55,3	44,7	31,6	1,1	1,4	6,4

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

	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2007	4.925,0	81,5	18,5	9,2	1,7	1,8	3,4
2008	5.101,8	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 III	5.192,9	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
IV	5.169,4	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010 I	5.285,2	82,5	17,5	9,5	1,6	1,8	2,5
II <sup>(p)</sup>	5.245,4	81,6	18,4	10,0	1,8	2,0	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 las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

**2.8 Detalle por monedas de algunas partidas del balance de las IFM <sup>1) 2)</sup>**

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

**3. Préstamos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A residentes en la zona del euro</b>														
2007	5.792,5	-	-	-	-	-	11.102,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
2008	6.307,7	-	-	-	-	-	11.743,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,1	0,4	
2009 III	5.907,4	-	-	-	-	-	11.765,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
IV	5.917,5	-	-	-	-	-	11.784,8	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 I	5.916,7	-	-	-	-	-	11.832,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4	
II <sup>4)</sup>	6.211,3	-	-	-	-	-	12.052,0	95,8	4,2	2,2	0,3	1,0	0,4	
<b>A no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.341,6	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	953,8	40,8	59,2	41,3	1,2	3,7	8,3
2008	2.278,8	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	963,6	40,4	59,6	42,0	1,4	4,3	7,5
2009 III	1.891,3	45,5	54,5	29,9	2,7	3,1	12,6	911,9	40,3	59,7	41,9	1,5	3,8	7,6
IV	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010 I	1.985,2	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	964,7	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5
II <sup>4)</sup>	2.074,8	46,5	53,5	29,8	2,8	3,1	12,0	1.000,5	39,2	60,8	43,3	1,4	3,4	7,7

**4. Valores distintos de acciones**

	Emitidos por IFM <sup>3)</sup>							Emitidos por no IFM						
	Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldos vivos)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Emitidos por residentes en la zona del euro</b>														
2007	1.739,8	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.209,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	1.976,3	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 III	2.117,3	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.997,8	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
IV	2.080,3	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,4	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 I	2.092,8	94,6	5,4	3,2	0,2	0,3	1,4	3.033,9	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
II <sup>4)</sup>	2.031,7	94,2	5,8	3,5	0,2	0,3	1,5	3.073,3	98,5	1,5	0,8	0,2	0,1	0,4
<b>Emitidos por no residentes en la zona del euro</b>														
2007	582,0	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	651,6	35,8	64,2	39,3	4,5	0,8	12,6
2008	580,3	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,2	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,1
2009 III	562,3	56,3	43,7	25,3	0,6	0,5	14,7	617,9	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,2
IV	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,5	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 I	561,8	55,3	44,7	28,0	0,4	0,5	14,8	611,4	32,9	67,1	39,9	4,2	0,9	14,9
II <sup>4)</sup>	558,9	53,4	46,6	27,4	0,5	0,9	15,2	640,7	28,8	71,2	43,7	4,6	0,6	15,1

Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.
- 4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.

## 2.9 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

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

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores distintos de acciones	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2010 Feb	5.577,5	358,1	2.154,0	1.683,2	743,8	220,2	418,2
Mar	5.833,7	350,5	2.215,7	1.818,5	779,2	237,0	432,9
Abr	5.900,0	366,8	2.235,0	1.822,3	793,8	238,6	443,5
May	5.861,6	378,1	2.265,4	1.748,9	785,6	239,7	443,8
Jun	5.840,1	384,1	2.268,4	1.717,0	791,7	242,1	436,7
Jul	5.899,2	374,4	2.286,8	1.752,3	794,0	243,1	448,6
Ago <sup>(p)</sup>	5.960,7	371,0	2.355,4	1.735,2	796,4	244,7	458,1
Operaciones							
2009 IV	112,4	-11,9	66,5	38,4	13,9	6,8	-1,4
2010 I	190,6	-3,7	69,2	34,9	31,1	21,1	38,1
II	3,2	25,9	4,0	-32,1	9,4	0,6	-4,5

### 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							
2010 Feb	5.577,5	111,7	5.099,8	4.089,2	553,1	1.010,6	366,1
Mar	5.833,7	114,3	5.331,7	4.242,8	590,1	1.088,8	387,8
Abr	5.900,0	123,9	5.387,9	4.268,2	597,4	1.119,6	388,2
May	5.861,6	125,4	5.329,1	4.207,9	583,7	1.121,2	407,0
Jun	5.840,1	125,9	5.314,6	4.168,4	584,7	1.146,2	399,7
Jul	5.899,2	129,0	5.374,5	4.223,7	593,0	1.150,8	395,6
Ago <sup>(p)</sup>	5.960,7	127,7	5.428,0	4.254,4	595,9	1.173,6	405,1
Operaciones							
2009 IV	112,4	0,2	108,0	79,8	16,9	28,2	4,2
2010 I	190,6	5,2	141,6	92,8	26,0	48,9	43,9
II	3,2	10,2	22,6	-10,1	0,7	32,8	-29,6

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

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010 Ene	5.028,0	1.613,9	1.425,6	1.240,6	246,0	94,2	407,8	4.955,7	72,3	1.215,8
Feb	5.099,8	1.639,1	1.451,6	1.252,2	249,7	96,2	410,9	5.025,4	74,4	1.202,3
Mar	5.331,7	1.700,2	1.565,8	1.281,2	257,6	100,4	426,5	5.251,9	79,8	1.175,1
Abr	5.387,9	1.724,9	1.579,1	1.294,1	257,3	102,3	430,0	5.308,4	79,4	1.182,8
May	5.329,1	1.741,0	1.509,4	1.289,5	255,9	107,2	426,1	5.247,7	81,5	1.190,4
Jun	5.314,6	1.749,7	1.485,8	1.291,9	252,3	107,1	427,8	5.232,3	82,3	1.167,1
Jul	5.374,5	1.763,1	1.517,5	1.303,6	254,0	103,4	432,9	5.292,5	82,1	1.142,8
Ago <sup>(p)</sup>	5.428,0	1.817,4	1.502,5	1.325,0	253,6	101,3	428,2	5.346,1	81,8	1.179,6
Operaciones										
2010 Feb	22,9	11,1	3,9	3,7	2,4	0,3	1,5	21,4	1,6	-16,7
Mar	55,0	40,8	3,8	-4,8	2,7	3,7	8,8	52,0	3,0	-30,1
Abr	31,1	14,2	1,5	12,4	1,4	-0,2	1,7	31,4	-0,3	-2,3
May	-12,6	-1,2	-16,4	2,5	-1,7	1,6	2,6	-14,3	1,7	-16,5
Jun	4,2	1,3	-4,7	4,4	1,0	0,3	1,7	3,6	0,6	-29,6
Jul	19,5	9,3	3,6	6,5	1,1	-1,0	0,0	19,3	0,2	-5,6
Ago <sup>(p)</sup>	27,5	16,9	2,6	9,7	-0,2	-1,6	0,0	28,0	-0,4	27,5

Fuente: BCE.

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



## 2.10 Detalle de valores mantenidos por los fondos de inversión<sup>1)</sup>, por emisores

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

### 1. Valores distintos de acciones

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009 III	1.997,5	1.376,5	381,9	665,9	186,5	5,0	137,3	621,0	179,2	239,0	22,4
IV	2.084,4	1.410,0	385,7	684,4	187,7	5,6	146,6	674,4	199,6	259,4	16,2
2010 I	2.215,7	1.461,0	392,9	706,2	199,5	5,9	156,4	754,7	217,8	292,1	15,6
II <sup>(p)</sup>	2.268,4	1.446,7	382,6	713,7	192,9	6,0	151,6	821,7	228,8	325,3	16,6
Operaciones											
2009 IV	66,5	28,7	1,3	20,7	-0,1	0,4	6,4	37,8	16,6	14,2	-6,2
2010 I	69,2	25,5	0,6	9,5	8,9	-0,1	6,5	43,7	11,0	17,6	-1,5
II <sup>(p)</sup>	4,0	-25,5	-12,0	-5,2	-4,0	0,6	-4,9	29,5	5,3	13,2	-1,4

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009 III	1.555,4	704,3	99,0	-	35,7	24,7	544,8	851,0	126,2	263,7	62,9
IV	1.681,3	728,1	97,8	-	35,6	23,7	571,0	953,1	138,1	291,4	65,6
2010 I	1.818,5	750,8	95,1	-	36,3	28,3	590,9	1.067,7	148,5	329,9	75,8
II <sup>(p)</sup>	1.717,0	671,4	74,3	-	34,2	24,0	538,6	1.045,6	141,5	315,1	79,1
Operaciones											
2009 IV	38,4	1,9	2,7	-	0,4	-0,7	-0,6	36,5	3,7	8,9	2,7
2010 I	34,9	11,1	0,1	-	0,0	1,8	9,2	23,8	0,5	4,9	0,9
II <sup>(p)</sup>	-32,1	-25,1	-7,9	-	-0,6	-1,2	-15,4	-7,0	-1,8	-5,2	3,9

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

	Total	Zona del euro						Resto del mundo			
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2009 III	683,9	586,6	78,0	-	508,7	-	-	97,2	14,5	22,1	0,3
IV	715,4	612,8	74,4	-	538,4	-	-	102,6	15,9	23,3	0,3
2010 I	779,2	660,9	70,8	-	590,1	-	-	118,3	18,4	34,8	0,6
II <sup>(p)</sup>	791,7	662,0	77,3	-	584,7	-	-	129,7	19,0	36,8	0,5
Operaciones											
2009 IV	13,9	11,9	-5,0	-	16,9	-	-	2,0	0,8	-0,5	0,0
2010 I	31,1	21,3	-4,7	-	26,0	-	-	9,8	1,3	9,9	0,2
II <sup>(p)</sup>	9,4	6,0	5,3	-	0,7	-	-	3,4	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
<b>2010 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						512
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-13
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones sobre los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.131	114	715	55	247	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	25	5	14	3	4	
Consumo de capital fijo	352	96	197	12	47	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	560	285	239	36	0	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						5
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Rentas de la propiedad	904	34	462	339	69	107
Intereses	358	31	58	200	69	49
Otras rentas de la propiedad	545	2	404	139	0	58
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.929	1.674	-5	44	215	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	261	214	38	9	0	4
Cotizaciones sociales	421	421				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	452	2	17	33	401	1
Otras transferencias corrientes	192	73	26	48	45	7
Primas netas de seguros no vida	46	33	11	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	46			46		1
Otras	100	40	16	1	44	5
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.906	1.508	-57	50	406	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.832	1.327			505	
Gasto en consumo individual	1.636	1.327			309	
Gasto en consumo colectivo	196				196	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	0	1	15	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	74	196	-58	35	-99	25
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	451	144	239	11	57	
Formación bruta de capital fijo	459	142	249	11	57	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-8	2	-10	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-2	6	0	-4	0
Transferencias de capital	40	9	2	4	26	5
Impuestos sobre el capital	7	5	0	1	0	0
Otras transferencias de capital	33	4	1	2	26	5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-23	151	-89	36	-120	23
Discrepancia estadística	0	-44	44	0	0	0

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2010 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						499
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.068	500	1.165	106	298	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	228					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.296					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	560	285	239	36	0	
Remuneración de los asalariados	1.133	1.133				3
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	254				254	-1
Rentas de la propiedad	886	290	218	347	30	125
Intereses	343	53	33	249	8	64
Otras rentas de la propiedad	543	237	185	98	22	60
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.929	1.674	-5	44	215	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	264				264	1
Cotizaciones sociales	421	1	18	49	353	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	450	450				3
Otras transferencias corrientes	168	92	11	47	19	30
Primas netas de seguros no vida	46			46		1
Indemnizaciones de seguros no vida	45	36	8	1	0	1
Otras	78	56	3	0	18	28
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.906	1.508	-57	50	406	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	16	16				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	74	196	-58	35	-99	25
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	352	96	197	12	47	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	42	10	18	4	11	3
Impuestos sobre el capital	7				7	0
Otras transferencias de capital	36	10	18	4	4	3
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2010 II</b>								
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.400	16.871	32.611	13.683	6.703	3.410	15.939
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				340				
Efectivo y depósitos	6.436	1.812	9.493	1.943	854	661	3.806	
Valores distintos de acciones a corto plazo	44	167	631	293	391	27	835	
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.366	211	6.376	2.267	2.138	351	3.367	
Préstamos	72	3.177	12.759	3.542	455	452	1.808	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	55	1.767	9.863	2.605	328	364	.	
Acciones y otras participaciones	4.351	7.568	2.067	5.409	2.399	1.303	5.488	
Acciones cotizadas	777	1.373	497	1.884	435	286	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.129	5.810	1.243	2.759	475	862	.	
Participaciones en fondos de inversión	1.445	385	327	766	1.489	154	.	
Reservas técnicas de seguro	5.639	146	2	0	211	3	184	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	491	3.791	943	229	254	615	451	
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
<b>Total de operaciones de activos financieros</b>		151	90	736	121	49	119	105
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos	69	14	615	73	4	60	-10	
Valores distintos de acciones a corto plazo	-3	-10	-9	2	4	-1	-15	
Valores distintos de acciones a largo plazo	3	6	-40	-45	33	9	83	
Préstamos	-1	50	107	70	3	44	23	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	-1	6	98	2	1	30	.	
Acciones y otras participaciones	8	20	-24	15	6	10	18	
Acciones cotizadas	3	1	-7	-3	-1	1	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	20	36	-3	7	0	3	.	
Participaciones en fondos de inversión por operaciones	-15	-17	-13	11	7	5	.	
Reservas técnicas de seguro	59	-1	0	0	1	0	-1	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	16	11	87	6	-1	-3	6	
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
<b>Total de otras variaciones de activos financieros</b>		-223	-103	401	124	-32	-24	218
Oro monetario y DEG				68				
Efectivo y depósitos	8	4	122	185	3	0	175	
Valores distintos de acciones a corto plazo	2	15	8	20	3	0	-6	
Valores distintos de acciones a largo plazo	-31	13	102	61	16	-5	87	
Préstamos	0	14	200	-59	0	0	-4	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	0	3	137	-55	1	0	.	
Acciones y otras participaciones	-184	-235	-86	-92	-59	-25	-46	
Acciones cotizadas	-70	-69	-50	-98	-25	-30	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-85	-169	-47	2	-9	9	.	
Participaciones en fondos de inversión	-28	3	10	4	-25	-4	.	
Reservas técnicas de seguro	-19	0	0	0	4	0	4	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	1	86	-14	9	2	5	8	
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.327	16.858	33.747	13.928	6.720	3.505	16.263
Oro monetario y DEG				408				
Efectivo y depósitos	6.512	1.830	10.230	2.201	861	721	3.971	
Valores distintos de acciones a corto plazo	43	171	630	315	398	26	814	
Valores distintos de acciones a largo plazo	1.339	230	6.438	2.282	2.187	354	3.537	
Préstamos	71	3.240	13.066	3.553	459	496	1.828	
<i>de los cuales: a largo plazo</i>	55	1.776	10.098	2.552	329	394	.	
Acciones y otras participaciones	4.175	7.353	1.956	5.332	2.345	1.288	5.460	
Acciones cotizadas	709	1.306	440	1.784	409	257	.	
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.064	5.677	1.193	2.768	466	875	.	
Participaciones en fondos de inversión	1.402	370	323	781	1.470	156	.	
Reservas técnicas de seguro	5.678	146	2	0	216	3	188	
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	509	3.888	1.016	244	255	617	465	
<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
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.636	25.689	31.750	13.598	6.764	8.440	14.400
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			29	22.169	23	0	225	2.559
Valores distintos de acciones a corto plazo			317	724	70	11	993	273
Valores distintos de acciones a largo plazo			548	4.631	2.590	45	5.388	2.873
Préstamos		5.912	8.435		3.116	244	1.399	3.157
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.558			1.709	83	1.198	.
Acciones y otras participaciones			12.498	2.887	7.582	515	6	5.091
Acciones cotizadas			3.590	544	202	179	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.907	1.168	2.253	335	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.175	5.127			.
Reservas técnicas de seguro		34	336	64	1	5.750	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		683	3.526	1.274	215	199	428	448
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.199	11.764	-8.818	861	85	-61	-5.030	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		44	135	681	128	61	240	82
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	790	3	0	8	24
Valores distintos de acciones a corto plazo			1	-26	-1	1	0	-7
Valores distintos de acciones a largo plazo			6	-81	-24	1	131	14
Préstamos		47	36		106	4	73	31
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		48	32		22	1	47	.
Acciones y otras participaciones			39	-45	43	1	0	14
Acciones cotizadas			11	0	0	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	28	4	10	1	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-48	33			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	0	0	58	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-3	51	44	1	-4	28	6
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-23	107	-45	54	-6	-13	-120	23
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		15	-583	376	111	-44	-19	437
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	382	0	0	0	114
Valores distintos de acciones a corto plazo			6	17	5	0	0	13
Valores distintos de acciones a largo plazo			-6	35	133	-1	-42	123
Préstamos		12	-7		70	-1	3	75
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		1	1		48	0	3	.
Acciones y otras participaciones			-598	-92	-97	-36	0	95
Acciones cotizadas			-285	-98	-23	-28	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	-313	-34	-14	-7	0	.
Participaciones en fondos de inversión				40	-60			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	-11	0	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		3	22	34	-1	4	20	17
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	287	-238	480	24	14	12	-5	-219
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.694	25.241	32.807	13.836	6.782	8.661	14.920
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			30	23.341	26	0	232	2.697
Valores distintos de acciones a corto plazo			324	715	74	12	994	279
Valores distintos de acciones a largo plazo			548	4.585	2.700	45	5.477	3.010
Préstamos		5.971	8.464		3.292	248	1.476	3.264
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.607	5.924		1.779	84	1.248	.
Acciones y otras participaciones			11.939	2.750	7.528	480	6	5.200
Acciones cotizadas			3.316	446	179	150	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.623	1.137	2.249	329	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.167	5.100			.
Reservas técnicas de seguro		34	337	64	1	5.797	1	
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		683	3.599	1.352	215	200	475	471
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-934	11.633	-8.382	940	92	-62	-5.155	

Fuente: BCE.

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Empleos	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)								
Impuestos menos subvenciones sobre los productos								
Producto interior bruto (precios de mercado)								
Remuneración de los asalariados	4.074	4.259	4.436	4.440	4.431	4.424	4.426	4.442
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	128	136	133	124	118	113	108	101
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.383	1.396	1.397	1.398	1.396	1.398
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.192	2.345	2.331	2.186	2.144	2.130	2.156	2.200
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta								
Remuneración de los asalariados								
Impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Rentas de la propiedad	3.031	3.627	3.887	3.488	3.210	2.966	2.835	2.758
Intereses	1.653	2.079	2.320	2.043	1.821	1.622	1.509	1.446
Otras rentas de la propiedad	1.378	1.548	1.567	1.444	1.389	1.343	1.326	1.312
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.328	7.727	7.797	7.600	7.540	7.518	7.552	7.633
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.029	1.113	1.123	1.068	1.038	1.013	1.012	1.019
Cotizaciones sociales	1.541	1.598	1.667	1.673	1.675	1.676	1.681	1.688
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.555	1.602	1.670	1.726	1.757	1.786	1.806	1.816
Otras transferencias corrientes	723	753	787	785	782	783	789	792
Primas netas de seguros no vida	180	184	188	186	184	182	182	182
Derechos de seguros no vida	180	184	189	187	184	182	182	182
Otras	363	385	409	412	414	419	424	428
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.236	7.634	7.692	7.494	7.431	7.409	7.439	7.519
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.645	6.911	7.168	7.169	7.163	7.179	7.209	7.252
Gasto en consumo individual	5.957	6.198	6.420	6.399	6.385	6.394	6.426	6.467
Gasto en consumo colectivo	688	712	748	769	778	784	784	785
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	68	67	66	65	64
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	592	723	524	325	268	231	229	267
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.880	2.027	2.038	1.867	1.786	1.714	1.696	1.728
Formación bruta de capital fijo	1.858	1.992	2.019	1.892	1.829	1.782	1.758	1.761
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	22	36	19	-25	-42	-68	-62	-34
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	-1	-1	1	2	1
Transferencias de capital	170	151	150	167	175	184	191	184
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	29	34	34	30
Otras transferencias de capital	148	126	126	139	145	150	157	154
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-20	31	-121	-137	-111	-78	-63	-55

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres)

Recursos	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.647	8.060	8.283	8.145	8.091	8.065	8.087	8.141
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	915	960	946	911	900	893	893	905
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.562	9.020	9.228	9.056	8.991	8.958	8.980	9.046
Remuneración de los asalariados								
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción								
Consumo de capital fijo								
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>								
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>								
Excedente neto de explotación y renta mixta	2.192	2.345	2.331	2.186	2.144	2.130	2.156	2.200
Remuneración de los asalariados	4.082	4.267	4.443	4.446	4.438	4.430	4.432	4.449
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.055	1.104	1.085	1.042	1.028	1.023	1.019	1.022
Rentas de la propiedad	3.031	3.638	3.825	3.414	3.140	2.901	2.781	2.721
Intereses	1.624	2.040	2.263	1.978	1.754	1.553	1.443	1.391
Otras rentas de la propiedad	1.407	1.598	1.562	1.436	1.386	1.348	1.338	1.329
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.328	7.727	7.797	7.600	7.540	7.518	7.552	7.633
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033	1.120	1.130	1.074	1.043	1.019	1.017	1.024
Cotizaciones sociales	1.540	1.598	1.667	1.672	1.674	1.675	1.680	1.688
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.547	1.593	1.662	1.718	1.750	1.778	1.799	1.808
Otras transferencias corrientes	635	662	682	680	677	676	678	681
Primas netas de seguros no vida	180	184	189	187	184	182	182	182
Derechos de seguros no vida	177	182	185	183	181	179	179	179
Otras	278	296	308	311	312	316	316	320
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.236	7.634	7.692	7.494	7.431	7.409	7.439	7.519
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	64	65	71	68	67	66	65	64
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	592	723	524	325	268	231	229	267
Formación bruta de capital								
Formación bruta de capital fijo								
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos								
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.383	1.396	1.397	1.398	1.396	1.398
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	185	166	160	176	183	192	200	193
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	29	34	34	30
Otras transferencias de capital	162	141	136	147	154	158	166	163
<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)

	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.082	4.267	4.443	4.446	4.438	4.430	4.432	4.449
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.420	1.493	1.539	1.514	1.498	1.489	1.491	1.498
Intereses, recursos (+)	264	310	347	305	273	245	228	219
Intereses, empleos (-)	166	216	243	204	174	148	138	131
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	749	808	820	776	754	740	731	723
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	794	852	891	877	871	860	857	857
Cotizaciones sociales netas (-)	1.537	1.594	1.663	1.668	1.670	1.671	1.676	1.683
Prestaciones sociales netas (+)	1.541	1.587	1.656	1.712	1.743	1.772	1.792	1.802
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	67	71	71	74	77	80	81	82
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.617</b>	<b>5.865</b>	<b>6.069</b>	<b>6.069</b>	<b>6.059</b>	<b>6.066</b>	<b>6.075</b>	<b>6.090</b>
Gasto en consumo final (-)	4.910	5.105	5.272	5.225	5.196	5.195	5.220	5.251
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	64	64	71	68	66	65	65	63
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>771</b>	<b>825</b>	<b>869</b>	<b>912</b>	<b>929</b>	<b>937</b>	<b>920</b>	<b>903</b>
Consumo de capital fijo (-)	346	368	385	388	388	388	386	386
Transferencias netas de capital, recursos (+)	19	12	1	9	14	12	10	9
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	2.615	1.490	-2.110	-2.173	-1.634	-253	909	970
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>3.059</b>	<b>1.959</b>	<b>-1.625</b>	<b>-1.640</b>	<b>-1.080</b>	<b>308</b>	<b>1.453</b>	<b>1.496</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	609	645	639	596	573	556	546	546
Consumo de capital fijo (-)	346	368	385	388	388	388	386	386
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	321	428	453	261	145	-36	-103	-89
Efectivo y depósitos	285	350	439	323	245	106	64	63
Participaciones en fondos del mercado monetario	1	39	-10	-19	-22	-50	-86	-86
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	35	38	24	-43	-78	-92	-81	-67
Activos a largo plazo	298	133	42	208	362	531	585	555
Depósitos	2	-35	-34	26	66	106	120	115
Valores distintos de acciones	33	24	47	26	22	14	-23	-18
Acciones y otras participaciones	-27	-75	-108	-16	81	170	217	195
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-5	-3	24	49	89	95	103	96
Participaciones en fondos de inversión	-22	-72	-132	-65	-8	75	114	99
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	290	219	138	171	192	241	270	263
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	412	372	215	130	103	111	131	136
de los cuales: de IFM de la zona del euro	350	283	82	10	-16	63	74	102
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	2.061	1.424	-626	-1.518	-1.638	-725	40	624
Activos financieros	558	82	-1.505	-658	2	473	868	370
Acciones y otras participaciones	467	82	-1.275	-570	-129	251	504	126
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	60	9	-261	-114	53	180	271	177
Otros flujos netos (+)	-30	-12	-29	-11	-32	8	33	12
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>3.059</b>	<b>1.959</b>	<b>-1.625</b>	<b>-1.640</b>	<b>-1.080</b>	<b>308</b>	<b>1.453</b>	<b>1.496</b>
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	25.641	27.342	26.970	26.034	26.411	26.413	26.995	26.817
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.814	5.269	5.806	5.863	5.799	5.762	5.717	5.760
Efectivo y depósitos	4.463	4.852	5.323	5.426	5.394	5.462	5.434	5.498
Participaciones en fondos del mercado monetario	255	293	324	315	313	244	233	214
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	96	125	158	121	92	56	50	49
Activos a largo plazo	11.871	12.058	10.500	10.689	11.241	11.510	11.768	11.634
Depósitos	1.020	952	888	896	928	973	1.002	1.015
Valores distintos de acciones	1.226	1.245	1.300	1.283	1.341	1.352	1.360	1.333
Acciones y otras participaciones	4.998	5.006	3.581	3.624	3.923	4.033	4.119	3.961
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.565	3.627	2.596	2.593	2.830	2.861	2.906	2.773
Participaciones en fondos de inversión	1.433	1.379	986	1.031	1.093	1.172	1.212	1.188
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.627	4.855	4.732	4.885	5.050	5.152	5.287	5.325
Otros activos netos (+)	246	226	204	211	194	205	191	210
Pasivos (-)								
Préstamos	5.231	5.595	5.806	5.841	5.862	5.906	5.912	5.971
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.560	4.831	4.906	4.904	4.921	4.961	4.947	5.105
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>37.341</b>	<b>39.300</b>	<b>37.675</b>	<b>36.954</b>	<b>37.784</b>	<b>37.983</b>	<b>38.759</b>	<b>38.450</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

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



**3.4 Sociedades no financieras**

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

	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.376	4.645	4.760	4.613	4.555	4.524	4.535	4.574
Remuneración de los asalariados (-)	2.588	2.716	2.836	2.820	2.803	2.788	2.785	2.794
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	74	80	77	70	65	62	57	50
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.714	1.849	1.847	1.723	1.687	1.674	1.693	1.730
Consumo de capital fijo (-)	703	738	774	781	781	782	781	781
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	1.012	1.111	1.074	942	906	892	912	950
Rentas de la propiedad, recursos (+)	504	597	595	526	503	476	470	468
Intereses, recursos	172	204	216	186	166	150	139	134
Otras rentas de la propiedad, recursos	332	393	378	341	337	326	331	334
Intereses y otras rentas, empleos (-)	287	354	404	359	323	291	269	257
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.229	1.354	1.264	1.110	1.086	1.078	1.113	1.160
Renta distribuida (-)	927	988	1.024	975	934	912	898	892
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	190	212	197	161	139	125	125	132
Cotizaciones sociales, recursos (+)	75	64	66	68	68	69	70	70
Prestaciones sociales, empleos (-)	61	62	65	66	66	67	67	67
Otras transferencias corrientes netas (-)	65	56	59	59	61	62	62	63
= <b>Ahorro neto</b>	60	100	-14	-84	-45	-18	29	75
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	311	373	336	191	131	79	76	117
Formación bruta de capital fijo (+)	989	1.075	1.092	1.001	959	931	920	930
Consumo de capital fijo (-)	703	738	774	781	781	782	781	781
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	24	36	17	-29	-46	-70	-63	-33
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	157	168	65	34	81	108	106	44
Efectivo y depósitos	146	154	15	8	36	87	98	58
Participaciones en fondos del mercado monetario	2	-19	30	35	41	40	5	-21
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	10	33	21	-10	4	-19	3	6
Activos a largo plazo	504	782	731	605	438	236	233	330
Depósitos	33	-4	35	62	39	23	5	14
Valores distintos de acciones	-8	-27	-60	-2	-30	-16	-17	29
Acciones y otras participaciones	283	439	361	328	266	98	75	73
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	197	374	396	218	163	132	170	213
Otros activos netos (+)	76	126	-15	-117	-59	-45	49	-3
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	685	900	748	405	263	127	173	164
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	444	539	396	133	0	-111	-100	-86
de la cual: valores distintos de acciones	38	38	56	78	90	82	101	78
Acciones y otras participaciones	231	382	306	310	291	189	183	168
Acciones cotizadas	32	54	8	58	73	67	66	46
Acciones no cotizadas y otras participaciones	198	328	299	252	217	122	118	122
Transferencias netas de capital, recursos (-)	72	68	74	77	78	79	77	78
= <b>Ahorro neto</b>	60	100	-14	-84	-45	-18	29	75
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.674	1.826	1.905	1.921	1.970	2.010	1.988	1.982
Efectivo y depósitos	1.367	1.507	1.537	1.549	1.577	1.631	1.601	1.611
Participaciones en fondos del mercado monetario	183	159	185	215	222	206	198	181
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	124	161	183	158	171	172	189	191
Activos a largo plazo	10.119	11.117	9.522	9.670	10.343	10.583	10.945	10.842
Depósitos	143	171	203	214	215	210	210	219
Valores distintos de acciones	281	252	198	160	148	179	188	210
Acciones y otras participaciones	7.498	8.141	6.170	6.295	6.946	7.123	7.370	7.173
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.198	2.553	2.951	3.001	3.033	3.072	3.177	3.240
Otros activos netos (+)	314	358	422	440	418	422	440	465
Pasivos								
Deuda	7.895	8.692	9.457	9.523	9.521	9.532	9.636	9.673
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.957	4.478	4.870	4.831	4.766	4.710	4.712	4.728
de la cual: valores distintos de acciones	675	680	738	772	816	816	865	872
Acciones y otras participaciones	13.173	14.367	10.775	10.853	11.926	12.253	12.498	11.939
Acciones cotizadas	4.541	5.038	2.920	2.917	3.362	3.508	3.590	3.316
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.632	9.330	7.855	7.936	8.564	8.745	8.907	8.623

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

### 3.5 Empresas de seguros y fondos de pensiones

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

	2006	2007	2008	2008 III- 2009 II	2008 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
<b>Inversión financiera: principales partidas (+)</b>								
Activos a corto plazo	63	66	113	54	47	31	17	29
Efectivo y depósitos	11	6	57	12	-1	-33	-21	1
Participaciones en fondos del mercado monetario	3	2	20	10	6	10	1	12
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	49	57	36	31	42	55	37	16
Activos a largo plazo	308	165	73	103	137	206	272	273
Depósitos	62	47	-3	15	29	18	1	-5
Valores distintos de acciones	116	48	6	-8	-9	51	85	157
Préstamos	1	-15	39	30	27	15	13	13
Acciones cotizadas	2	-1	2	-28	-99	-88	-83	-84
Acciones no cotizadas y otras participaciones	32	21	28	15	5	-5	1	5
Participaciones en fondos de inversión	95	65	1	79	185	215	255	186
Otros activos netos (+)	15	-3	27	13	9	5	26	12
<b>Financiación: principales partidas (-)</b>								
Valores distintos de acciones	6	3	12	10	10	1	0	5
Préstamos	47	-5	29	20	12	-25	-17	-12
Acciones y otras participaciones	11	2	9	6	5	3	3	4
Reservas técnicas de seguro	318	243	139	168	201	272	318	299
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	301	227	117	160	194	259	304	290
Reservas para primas y para siniestros	17	15	22	7	6	13	14	9
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	5	-14	24	-35	-35	-8	11	18
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
<b>Otras variaciones de los activos financieros (+)</b>								
Acciones y otras participaciones	171	-2	-600	-274	-30	232	368	187
Otros activos netos	-50	-27	46	40	77	52	100	122
<b>Otras variaciones de los pasivos (-)</b>								
Acciones y otras participaciones	41	-32	-195	-123	-48	20	96	34
Reservas técnicas de seguro	54	12	-260	-103	55	174	259	176
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	53	13	-257	-100	60	176	263	174
Reservas para primas y para siniestros	1	-1	-3	-3	-5	-2	-4	2
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	25	-9	-99	-8	41	90	114	100
<b>Balance financiero</b>								
<b>Activos financieros (+)</b>								
Activos a corto plazo	501	564	680	701	693	720	727	743
Efectivo y depósitos	157	163	224	196	190	195	196	205
Participaciones en fondos del mercado monetario	80	80	98	102	102	99	103	108
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	264	320	358	403	401	426	428	430
Activos a largo plazo	5.171	5.311	4.797	4.945	5.167	5.297	5.511	5.507
Depósitos	598	646	641	661	663	659	658	656
Valores distintos de acciones	1.863	1.886	1.904	1.902	1.976	2.008	2.102	2.154
Préstamos	410	394	434	445	446	448	455	459
Acciones cotizadas	742	718	417	436	412	420	435	409
Acciones no cotizadas y otras participaciones	475	513	435	428	459	466	475	466
Participaciones en fondos de inversión	1.083	1.154	968	1.073	1.210	1.295	1.386	1.362
Otros activos netos (+)	204	189	252	245	251	244	266	271
<b>Pasivos (-)</b>								
Valores distintos de acciones	36	29	47	45	49	53	56	58
Préstamos	237	229	260	261	251	233	244	248
Acciones y otras participaciones	688	658	471	443	497	495	515	480
Reservas técnicas de seguro	5.016	5.270	5.150	5.321	5.492	5.595	5.750	5.797
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.310	4.550	4.411	4.571	4.741	4.845	4.992	5.035
Reservas para primas y para siniestros	706	720	739	751	751	750	758	762
<b>= Riqueza financiera neta</b>	-101	-123	-198	-179	-179	-116	-61	-62

Fuente: BCE.

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

## MERCADOS FINANCIEROS

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

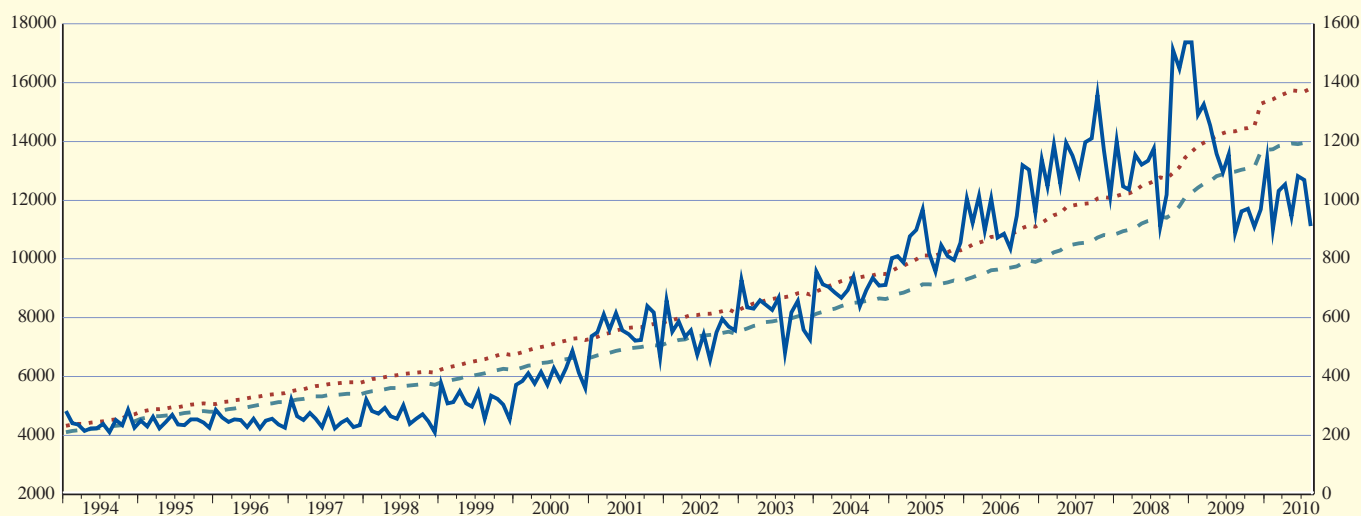
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro									
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas						
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Desestacionalizadas <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	11	12
<b>Total</b>													
2009 Ago	15.228,3	880,6	46,4	12.969,5	824,8	27,6	14.354,2	887,7	19,9	10,6	71,3	8,7	
Sep	15.333,0	961,6	105,6	13.047,4	878,4	78,6	14.422,6	961,7	83,9	11,7	120,3	8,5	
Oct	15.333,0	949,4	0,1	13.076,1	899,8	28,8	14.455,8	969,9	36,1	10,7	14,0	7,5	
Nov	15.383,4	886,3	49,7	13.128,7	844,0	51,9	14.514,3	909,1	63,6	9,4	39,2	6,2	
Dic	15.908,7	938,3	-62,4	13.655,8	884,8	-60,6	15.285,6	969,4	-60,9	7,8	14,1	4,9	
2010 Ene	15.952,0	1.090,9	42,8	13.701,7	1.028,2	45,2	15.377,6	1.140,5	66,5	7,2	61,9	4,3	
Feb	15.989,7	860,0	37,8	13.741,0	811,1	39,5	15.425,7	900,5	33,7	5,9	-13,1	3,1	
Mar	16.134,0	1.027,7	143,5	13.843,5	923,5	101,5	15.539,7	1.031,1	108,2	5,5	93,3	2,6	
Abr	16.178,2	1.003,8	46,5	13.895,7	947,8	54,2	15.623,4	1.054,3	76,1	5,2	49,1	3,1	
May	16.182,7	867,5	6,1	13.929,6	839,5	35,5	15.728,6	944,0	46,5	4,2	-18,2	2,3	
Jun	16.173,5	1.050,1	13,9	13.910,2	983,9	3,8	15.712,2	1.081,3	-11,4	3,6	8,8	2,4	
Jul	.	.	.	13.956,9	967,2	47,6	15.690,2	1.068,5	22,9	3,3	55,5	2,3	
Ago	.	.	.	14.024,7	803,9	68,3	15.802,6	911,0	84,8	3,7	146,4	4,4	
<b>A largo plazo</b>													
2009 Ago	13.630,1	132,2	58,5	11.488,5	109,6	43,5	12.703,6	122,5	47,3	10,3	100,9	10,2	
Sep	13.702,8	224,4	72,3	11.563,5	197,9	74,6	12.766,4	223,4	75,8	11,2	100,6	9,6	
Oct	13.767,9	245,2	63,1	11.624,6	216,7	59,0	12.827,7	236,1	64,8	11,5	63,6	9,6	
Nov	13.851,6	200,8	81,7	11.704,1	180,1	77,5	12.904,6	195,3	81,9	10,7	53,8	8,4	
Dic	14.361,2	169,6	-34,6	12.223,5	154,0	-24,7	13.647,7	166,1	-33,4	8,9	-14,4	6,0	
2010 Ene	14.402,5	309,5	42,2	12.258,5	278,0	35,7	13.724,7	315,8	54,9	8,6	106,3	6,3	
Feb	14.458,8	212,1	56,8	12.321,4	193,6	63,4	13.798,3	211,8	59,9	7,5	11,2	4,8	
Mar	14.592,0	310,3	132,4	12.429,6	250,1	107,4	13.915,2	281,4	112,7	7,2	107,7	4,8	
Abr	14.638,9	246,7	48,0	12.477,2	223,3	48,2	13.991,8	255,2	68,0	7,1	54,1	4,6	
May	14.647,4	154,4	9,0	12.507,7	148,4	30,8	14.096,3	181,6	48,8	5,9	-15,6	3,5	
Jun	14.657,3	273,5	34,5	12.517,4	245,4	34,5	14.114,6	265,3	26,5	5,0	8,5	4,0	
Jul	.	.	.	12.552,2	240,9	36,0	14.092,0	268,2	18,4	4,8	61,3	3,3	
Ago	.	.	.	12.592,1	127,1	40,2	14.166,5	152,3	48,3	4,7	109,5	4,8	

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

(mm de euros)

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



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

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

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos						Emisiones brutas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	13.450	5.270	2.200	701	4.939	340	1.191	816	83	106	163	24
2009	15.286	5.377	3.221	805	5.508	374	1.126	734	62	86	221	22
2009 III	14.423	5.431	2.392	789	5.453	358	1.001	645	47	86	212	12
IV	15.286	5.377	3.221	805	5.508	374	949	620	54	73	182	20
2010 I	15.540	5.469	3.183	843	5.654	389	1.024	642	61	74	227	20
II	15.712	5.457	3.219	848	5.770	418	1.027	661	61	80	198	26
2010 May	15.729	5.479	3.228	872	5.746	404	944	600	59	75	191	18
Jun	15.712	5.457	3.219	848	5.770	418	1.081	718	62	79	185	37
Jul	15.690	5.428	3.217	847	5.773	426	1.068	655	98	69	217	29
Ago	15.803	5.464	3.255	848	5.806	428	911	610	65	61	153	21
	A corto plazo											
2008	1.627	822	92	122	567	25	975	722	35	97	102	19
2009	1.638	733	88	72	724	21	876	635	19	69	137	15
2009 III	1.656	751	51	83	752	19	795	562	15	72	139	8
IV	1.638	733	88	72	724	21	750	542	19	60	116	13
2010 I	1.624	747	78	76	706	17	754	536	27	61	120	10
II	1.598	734	89	73	681	21	793	570	31	67	110	16
2010 May	1.632	752	89	83	688	21	762	540	34	67	106	17
Jun	1.598	734	89	73	681	21	816	608	27	64	102	14
Jul	1.598	731	86	78	674	30	800	566	30	63	119	23
Ago	1.636	757	93	75	681	31	759	548	32	57	107	16
	A largo plazo <sup>2)</sup>											
2008	11.822	4.449	2.108	579	4.371	315	216	94	48	8	61	4
2009	13.648	4.644	3.133	733	4.784	353	251	99	44	17	84	7
2009 III	12.766	4.680	2.341	706	4.701	340	206	83	33	14	72	4
IV	13.648	4.644	3.133	733	4.784	353	199	79	35	13	66	7
2010 I	13.915	4.723	3.105	767	4.948	372	270	106	33	13	107	10
II	14.115	4.723	3.130	775	5.089	398	234	91	30	13	89	10
2010 May	14.096	4.727	3.139	790	5.058	383	182	61	25	9	85	2
Jun	14.115	4.723	3.130	775	5.089	398	265	111	34	15	83	22
Jul	14.092	4.697	3.132	769	5.098	396	268	89	68	6	98	6
Ago	14.167	4.707	3.163	773	5.126	398	152	63	34	4	47	5
	del cual: a tipo fijo											
2008	7.711	2.306	760	440	3.955	250	120	48	9	7	53	3
2009	8.832	2.588	1.034	600	4.338	271	173	60	18	16	74	4
2009 III	8.482	2.507	893	570	4.251	260	140	49	14	14	61	3
IV	8.832	2.588	1.034	600	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 I	9.094	2.659	1.048	627	4.482	278	186	61	10	12	95	7
II	9.310	2.664	1.080	655	4.625	286	156	47	12	11	81	5
2010 May	9.264	2.671	1.075	647	4.589	282	115	22	6	6	80	1
Jun	9.310	2.664	1.080	655	4.625	286	172	58	16	13	76	9
Jul	9.274	2.641	1.074	652	4.624	283	153	45	14	6	85	3
Ago	9.326	2.652	1.088	657	4.645	285	92	36	9	4	40	3
	del cual: a tipo variable											
2008	3.599	1.743	1.300	128	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.378	1.769	2.032	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 III	3.727	1.745	1.406	125	372	79	48	21	18	1	7	1
IV	4.378	1.769	2.032	123	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 I	4.366	1.775	1.987	130	382	93	70	38	20	1	7	3
II	4.348	1.770	1.975	110	383	110	65	37	16	1	5	6
2010 May	4.373	1.763	1.990	129	391	99	53	33	15	1	3	1
Jun	4.348	1.770	1.975	110	383	110	81	46	17	1	4	13
Jul	4.370	1.772	1.988	108	391	111	104	37	54	0	10	3
Ago	4.392	1.774	2.005	108	394	111	48	20	23	0	3	2

Fuente: BCE.

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

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

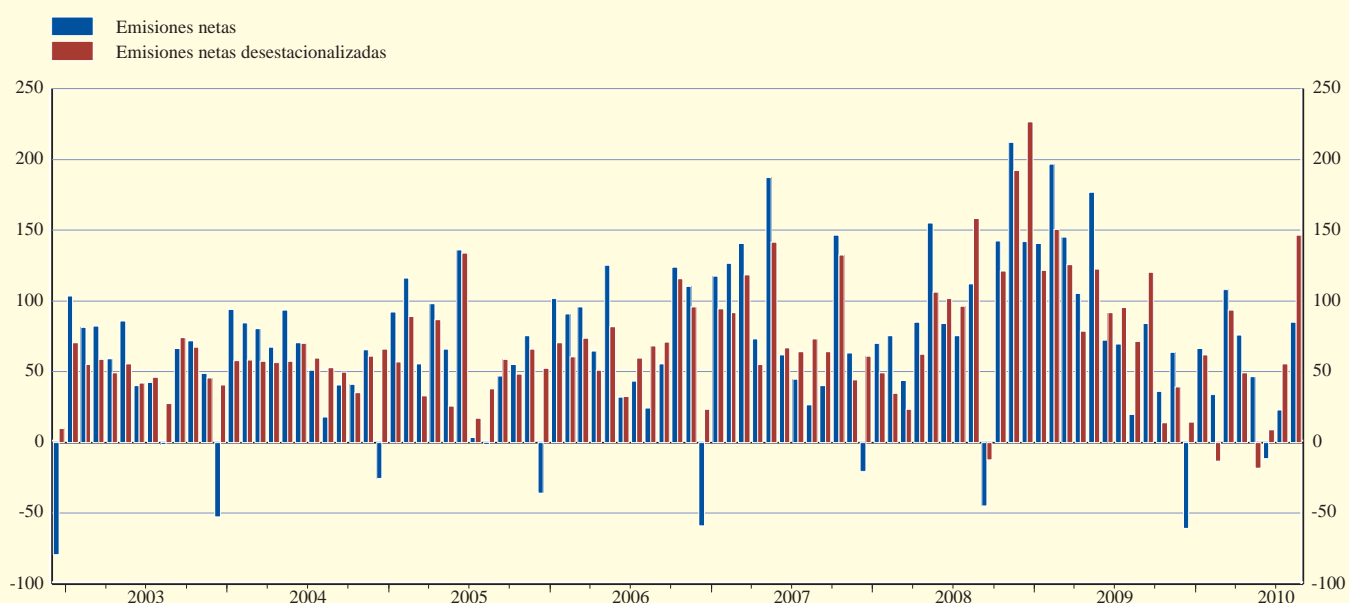
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2008	96,0	22,9	36,0	4,4	31,7	1,1	96,5	23,1	35,5	4,5	32,5	0,9
2009	87,4	10,3	19,5	8,6	46,2	2,8	87,1	10,2	19,0	8,3	46,7	2,9
2009 III	57,7	0,8	8,2	11,1	35,3	2,3	95,6	9,7	25,8	13,4	43,3	3,4
IV	12,9	-21,6	13,4	4,1	11,9	5,2	22,4	-10,5	-13,5	6,9	36,8	2,7
2010 I	69,5	25,6	-16,9	11,2	46,4	3,1	47,4	7,4	0,9	10,1	24,6	4,5
II	37,1	-12,1	3,7	5,0	34,9	5,6	13,2	-14,6	-1,6	0,8	23,0	5,7
2010 May	46,5	-26,4	15,3	7,4	52,9	-2,7	-18,2	-49,3	2,5	1,3	29,0	-1,8
Jun	-11,4	-30,9	-11,4	-5,8	23,0	13,8	8,8	-3,0	-13,9	-8,0	20,0	13,7
Jul	22,9	-7,3	9,9	3,5	8,6	8,2	55,5	-14,4	24,5	2,9	33,4	9,1
Ago	84,8	23,8	30,2	-1,8	30,4	2,2	146,4	33,3	58,0	4,7	46,5	3,9
	A largo plazo											
2008	65,5	15,9	32,9	2,7	13,4	0,5	65,0	16,1	32,3	2,8	13,3	0,5
2009	88,0	15,1	22,6	12,7	34,5	3,2	87,9	15,2	22,2	12,8	34,6	3,1
2009 III	56,1	12,7	12,3	12,3	17,4	1,4	94,2	20,0	29,1	14,0	28,5	2,6
IV	37,8	-13,9	12,1	7,8	27,3	4,4	34,3	-1,9	-14,4	9,0	38,1	3,5
2010 I	75,8	22,3	-13,3	9,8	52,8	4,3	75,1	12,5	4,9	10,5	43,0	4,2
II	47,8	-7,1	0,3	6,1	43,9	4,6	15,7	-17,0	-4,6	2,1	30,8	4,4
2010 May	48,8	-23,8	9,0	3,7	64,3	-4,4	-15,6	-43,4	-2,4	-1,4	35,3	-3,7
Jun	26,5	-10,1	-11,5	3,6	30,0	14,5	8,5	-11,1	-14,9	-1,1	21,6	14,1
Jul	18,4	-6,4	13,0	-1,0	14,1	-1,3	61,3	-11,0	26,9	-0,3	45,9	-0,2
Ago	48,3	-1,3	23,3	0,4	24,5	1,5	109,5	7,4	51,1	6,0	42,7	2,2

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

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



Fuente: BCE.

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

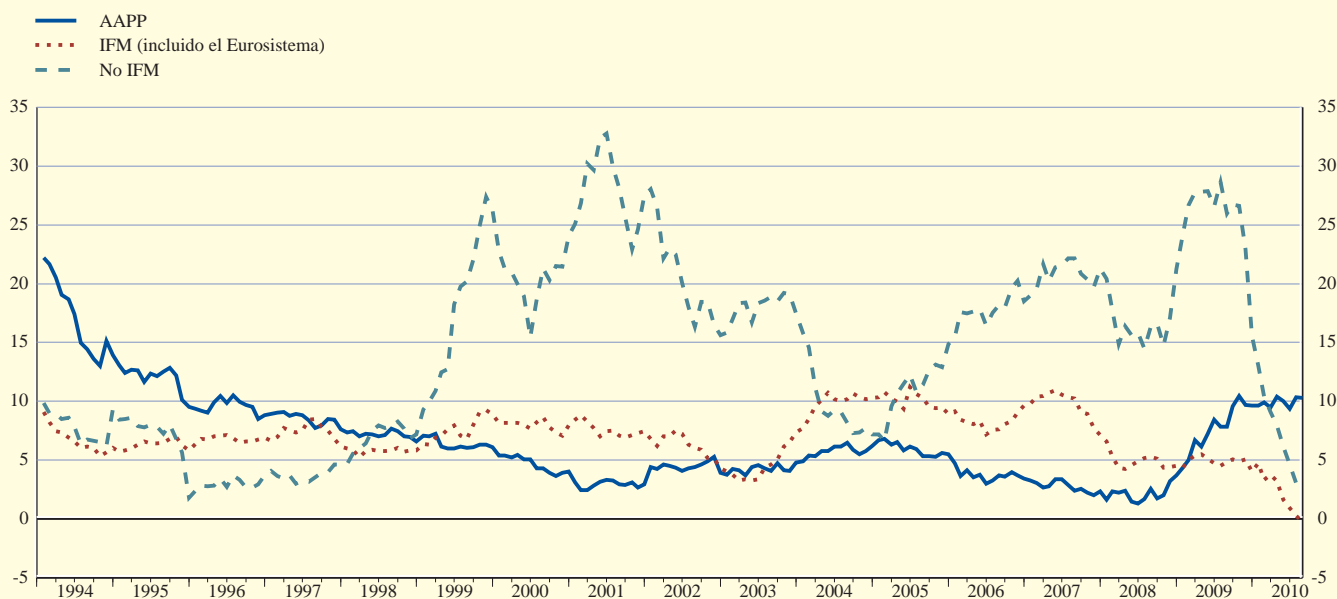
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro- sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2009 Ago	10,6	3,5	23,9	13,4	13,4	9,1	8,7	2,8	15,0	14,4	11,2	10,7
Sep	11,7	4,1	24,1	16,1	14,9	10,7	8,5	3,4	13,2	19,2	10,2	11,2
Oct	10,7	3,0	23,4	17,4	13,5	10,5	7,5	0,6	10,8	19,3	11,6	9,4
Nov	9,4	2,5	18,7	16,8	12,1	10,8	6,2	-0,5	8,0	18,0	10,6	9,5
Dic	7,8	2,3	10,4	14,7	11,2	10,0	4,9	-0,1	2,9	16,8	9,3	10,9
2010 Ene	7,2	2,4	9,4	14,0	10,1	9,4	4,3	0,6	0,7	12,4	8,8	8,6
Feb	5,9	0,7	6,2	15,0	9,7	11,0	3,1	-1,3	-1,9	15,5	8,1	11,5
Mar	5,5	1,5	4,6	16,2	8,5	11,8	2,6	-0,3	-3,3	13,2	6,9	12,3
Abr	5,2	1,3	3,6	16,2	8,4	11,2	3,1	2,2	-3,2	13,4	5,3	12,9
May	4,2	-0,2	2,5	14,9	8,0	10,4	2,3	0,0	-2,9	12,2	5,4	11,3
Jun	3,6	-0,4	1,4	12,4	7,2	13,7	2,4	-0,8	-0,1	8,1	5,2	16,7
Jul	3,3	-0,9	0,3	10,2	7,4	15,2	2,3	-2,4	0,1	8,2	6,0	22,4
Ago	3,7	-0,3	1,5	10,3	7,2	15,5	4,4	0,7	5,1	5,4	6,4	19,9
	A largo plazo											
2009 Ago	10,3	4,8	27,5	22,4	7,8	8,1	10,2	6,4	16,7	25,7	8,8	13,2
Sep	11,2	5,1	27,7	24,8	9,6	9,4	9,6	6,3	14,9	28,5	7,8	11,8
Oct	11,5	4,9	26,7	27,5	10,4	10,6	9,6	4,8	11,9	27,5	11,1	9,3
Nov	10,7	5,0	21,5	28,4	9,6	11,0	8,4	4,0	8,8	25,2	10,3	7,9
Dic	8,9	4,0	12,6	26,3	9,5	12,0	6,0	2,4	3,5	21,9	8,9	11,2
2010 Ene	8,6	4,8	10,2	23,3	9,5	11,6	6,3	3,6	1,0	16,9	10,4	11,1
Feb	7,5	3,3	7,2	22,6	9,7	12,4	4,8	0,3	-1,5	19,6	10,7	11,8
Mar	7,2	3,8	5,6	22,8	9,2	12,8	4,8	1,4	-3,0	17,3	10,6	13,8
Abr	7,1	3,2	4,4	21,7	10,4	11,0	4,6	1,7	-2,6	16,1	9,7	12,7
May	5,9	1,6	3,0	18,7	10,1	8,9	3,5	-0,8	-2,7	12,5	9,9	9,9
Jun	5,0	0,9	1,7	16,1	9,1	12,9	4,0	-0,6	0,1	10,6	9,4	14,7
Jul	4,8	0,2	0,6	12,9	10,2	12,1	3,3	-3,0	0,3	9,1	10,1	13,1
Ago	4,7	-0,3	1,4	13,1	10,2	11,8	4,8	-0,9	4,4	7,0	9,7	11,8

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

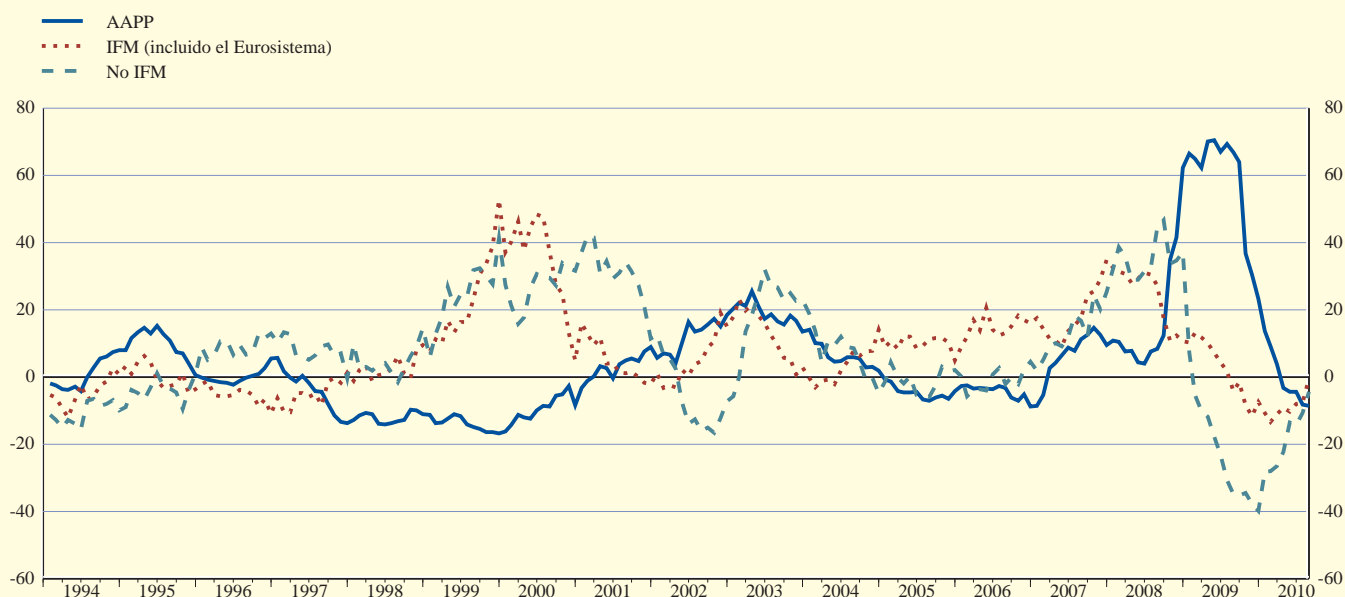
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2008	3,1	4,9	6,1	4,8	1,5	1,4	12,7	5,4	33,3	7,0	7,6	3,2
2009	9,5	7,1	18,1	25,1	8,1	4,3	12,0	1,8	35,8	-2,0	0,1	20,7
2009 III	10,5	7,3	20,9	29,4	9,0	4,0	11,3	0,9	35,3	-3,3	-1,6	25,2
IV	12,2	9,1	20,8	35,4	10,3	6,8	7,4	-1,7	23,9	-4,0	2,0	26,4
2010 I	11,2	9,8	13,6	29,1	9,6	8,3	1,2	-3,8	5,9	-2,2	4,6	26,9
II	9,7	7,3	7,4	23,4	10,2	7,5	-1,0	-4,2	0,4	-0,5	5,5	23,4
2010 Mar	10,5	9,3	9,9	27,2	9,4	9,7	-0,2	-3,8	2,3	0,0	3,5	24,6
Abr	10,7	8,9	8,2	25,8	10,7	8,0	-0,7	-4,4	1,0	-0,4	7,6	22,2
May	9,3	6,1	6,7	21,4	10,5	5,9	-1,3	-4,4	-0,3	-0,3	6,1	20,2
Jun	8,0	4,3	4,8	19,2	9,5	7,6	-1,5	-3,6	-1,0	-1,3	2,0	30,9
Jul	7,7	3,1	3,2	16,1	10,5	6,7	-1,3	-3,5	-1,6	-2,0	5,4	30,0
Ago	7,5	2,6	3,6	16,5	10,3	7,1	-0,9	-3,8	-0,5	-2,1	6,6	27,0
En euros												
2008	3,0	4,8	6,7	3,1	1,7	1,3	14,3	6,5	35,0	7,2	8,0	2,0
2009	10,1	9,0	21,5	23,3	8,2	3,7	14,4	3,9	38,4	-2,5	-0,4	21,8
2009 III	11,2	9,4	24,3	28,0	9,2	3,4	13,6	2,8	37,9	-3,9	-2,4	27,5
IV	12,8	11,4	23,1	34,6	10,4	6,3	9,0	-0,2	25,5	-4,8	0,7	27,0
2010 I	11,4	10,8	15,0	29,6	9,7	8,0	1,7	-3,4	6,5	-2,4	3,2	26,9
II	9,9	7,4	8,3	23,8	10,2	7,2	-1,0	-3,9	0,0	-0,6	4,1	23,4
2010 Mar	10,7	9,9	11,3	27,8	9,4	9,6	0,1	-3,4	2,7	0,2	2,1	24,7
Abr	10,9	9,1	8,8	26,6	10,7	7,8	-0,5	-3,9	0,8	-0,3	6,2	22,1
May	9,5	6,0	7,6	21,7	10,5	5,4	-1,7	-4,5	-1,2	-0,3	4,7	20,0
Jun	8,3	4,5	5,9	19,2	9,6	7,3	-1,7	-3,0	-2,2	-2,6	0,7	31,2
Jul	8,1	2,7	4,1	16,6	10,7	6,8	-1,0	-2,8	-1,7	-2,6	4,4	30,3
Ago	7,9	2,1	4,7	16,8	10,5	7,3	-0,6	-2,9	-0,8	-2,8	6,2	27,1

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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

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

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

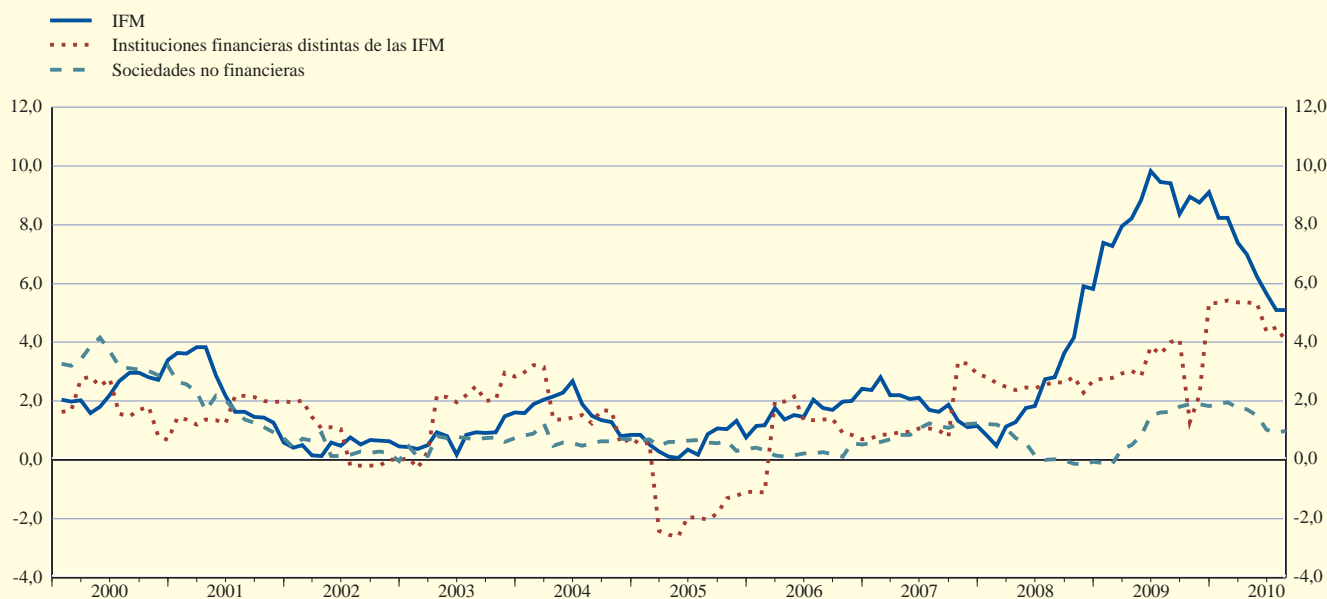
### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2001 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Ago	5.017,9	104,6	0,7	666,7	2,8	438,4	2,7	3.912,7	0,0
Sep	4.448,1	104,7	0,7	613,3	3,6	382,3	2,6	3.452,5	0,0
Oct	3.760,0	105,0	0,7	452,9	4,2	280,5	2,8	3.026,6	-0,1
Nov	3.504,9	105,2	0,9	395,6	5,9	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
Dic	3.512,7	105,4	1,0	378,1	5,8	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 Ene	3.315,7	105,6	1,1	343,7	7,4	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
Feb	2.943,5	105,6	1,1	275,9	7,3	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
Mar	3.027,4	106,1	1,5	315,5	7,9	223,9	2,9	2.488,0	0,4
Abr	3.461,0	106,2	1,6	413,7	8,2	274,6	3,0	2.772,7	0,5
May	3.609,3	106,5	1,9	454,1	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
Jun	3.560,2	107,3	2,7	449,5	9,8	279,4	3,9	2.831,4	1,5
Jul	3.846,1	107,5	2,7	510,4	9,5	301,1	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.044,3	107,5	2,7	573,3	9,4	321,7	4,0	3.149,3	1,6
Sep	4.213,9	107,6	2,8	594,0	8,4	352,2	4,1	3.267,7	1,8
Oct	4.068,7	107,8	2,7	569,0	8,9	326,7	1,3	3.173,0	1,9
Nov	4.082,3	108,1	2,7	568,5	8,8	318,4	2,2	3.195,3	1,9
Dic	4.414,2	108,5	3,0	570,9	9,1	349,4	5,3	3.493,9	1,8
2010 Ene	4.246,4	108,7	2,9	521,3	8,2	339,2	5,3	3.385,9	1,9
Feb	4.164,6	108,7	3,0	503,5	8,2	337,8	5,4	3.323,3	2,0
Mar	4.477,9	109,0	2,8	548,1	7,4	363,8	5,4	3.566,0	1,8
Abr	4.412,2	109,0	2,7	512,5	7,0	344,2	5,4	3.555,5	1,7
May	4.096,1	109,1	2,4	449,4	6,2	321,3	5,3	3.325,3	1,5
Jun	4.058,0	109,3	1,9	449,8	5,6	314,3	4,4	3.294,0	1,0
Jul	4.255,1	109,4	1,7	523,9	5,1	332,2	4,5	3.399,0	0,9
Ago	4.119,4	109,4	1,7	483,2	5,1	308,3	4,1	3.327,9	1,0

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

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

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



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

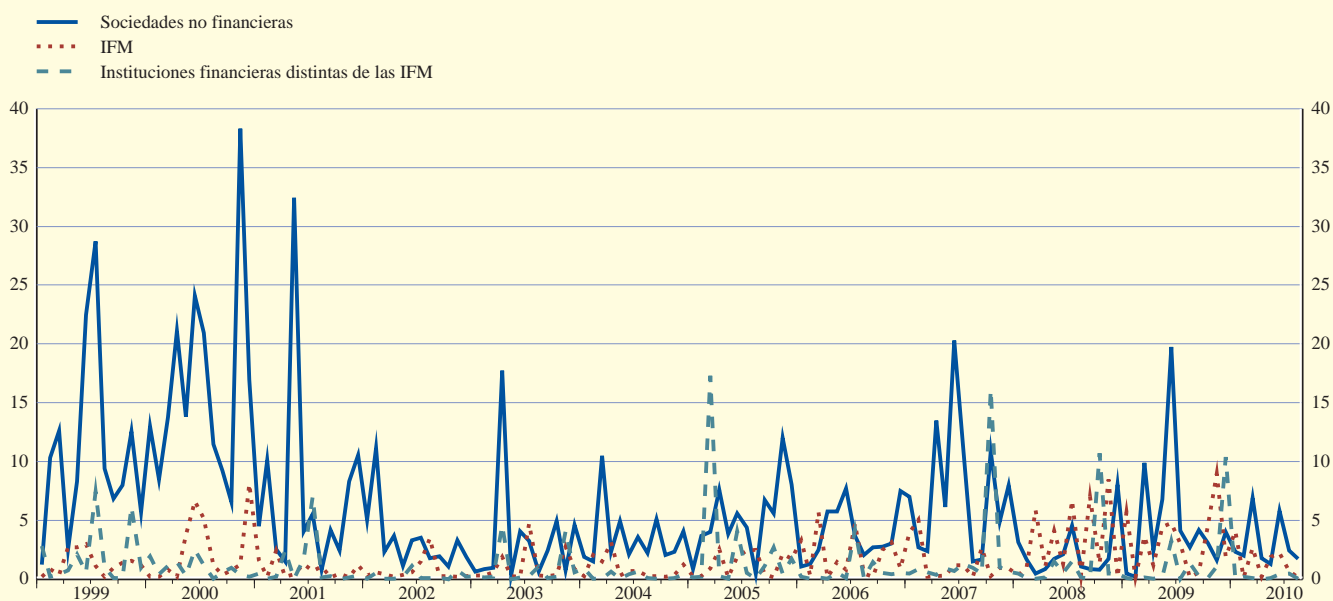
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2008 Ago	1,6	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	12,9	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	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	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	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
Abr	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
May	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
Jun	27,8	2,0	25,8	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	4,0
Ago	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
Sep	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
Oct	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	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	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 Ene	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
Feb	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
Mar	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
Abr	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
May	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
Jun	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
Jul	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,4	2,4	0,8	1,6
Ago	1,7	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2	0,6

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

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



Fuente: BCE.

1) Para más información 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 <sup>1)</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

##### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2), 3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo			
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 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	2,46	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	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,79	2,73	2,34	0,50
Abr	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
May	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,78	2,26	0,52
Jun	0,43	2,16	2,25	2,47	1,41	1,96	0,43	0,89	1,85	2,29	0,66
Jul	0,43	2,31	2,59	2,36	1,39	1,93	0,45	1,05	2,11	2,23	0,74
Ago	0,43	2,21	2,54	2,35	1,50	1,91	0,45	1,00	2,01	2,22	0,70
Sep	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,15	2,80	0,71

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

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos tarjetas crédito de pago único contado y pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo					Por fijación inicial del tipo						Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
		Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años	A más de 10 años					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2009 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	3,12	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	3,16	4,48	4,74		
Mar	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55		
Abr	8,77	6,77	6,12	7,92	7,66	2,62	3,71	4,18	4,12	3,68	3,06	4,32	4,53		
May	8,77	6,69	6,14	7,84	7,62	2,58	3,64	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50		
Jun	8,83	5,18	6,13	7,73	7,11	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,00	4,22	4,27		
Jul	8,79	5,49	6,22	7,77	7,32	2,66	3,60	3,94	3,84	3,64	3,15	4,27	4,27		
Ago	8,72	5,38	6,25	7,85	7,35	2,80	3,63	3,95	3,80	3,74	3,34	4,52	4,14		
Sep	8,75	5,56	6,16	7,85	7,25	2,75	3,57	3,84	3,74	3,62	3,31	4,53	4,38		

##### 3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a las sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables, descubiertos y saldos de tarjetas de crédito de pago único contado y de pago aplazado <sup>3)</sup>	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 del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
								1
2009 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		4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 Ene		4,05	3,25	4,20	3,99	2,02	2,88	3,65
Feb		4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
Mar		3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
Abr		3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,72	3,45
May		3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,83	3,41
Jun		3,77	3,25	4,11	3,80	2,17	2,87	3,37
Jul		3,72	3,30	4,27	3,95	2,26	2,86	3,19
Ago		3,76	3,38	4,19	3,84	2,28	2,92	3,65
Sep		3,81	3,35	4,13	3,77	2,26	2,72	3,52

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, coinciden las nuevas operaciones y los saldos vivos. Fin de período. A partir de junio de 2010 puede que los datos no sean plenamente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos derivados de la aplicación de los Reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por los que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).
- En 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 el saldo vivo de las sociedades no financieras es insignificante, en comparación con el del sector hogares, para el conjunto de todos los Estados miembros participantes.
- 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 costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

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

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

**4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)**

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>2),3)</sup>		A la vista <sup>2)</sup>	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Oct	0,46	2,63	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	2,19	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
Feb	0,42	2,14	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
Mar	0,42	2,12	2,74	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
Abr	0,41	2,12	2,74	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16
May	0,40	2,12	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,22	1,14
Jun	0,43	2,13	2,72	1,41	1,96	0,43	1,46	3,12	1,24
Jul	0,43	2,15	2,72	1,39	1,93	0,45	1,54	3,16	1,23
Ago	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,56	3,12	1,25
Sep	0,43	2,20	2,74	1,55	1,85	0,46	1,61	3,07	1,26

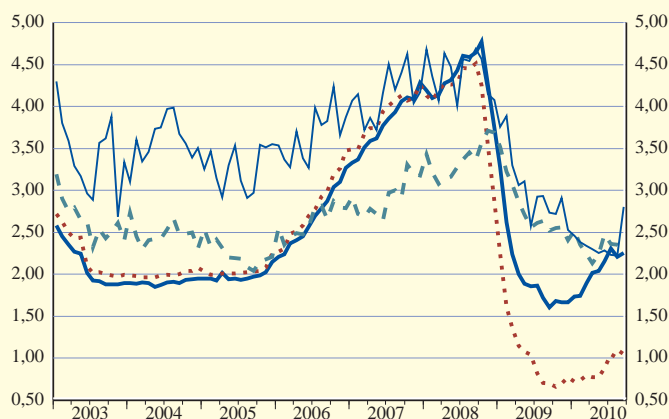
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras			
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo		Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 Oct	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,53	3,56	3,37	3,60
Nov	4,01	4,15	4,12	7,56	6,65	5,51	3,53	3,35	3,57
Dic	4,07	4,11	4,07	7,55	6,57	5,42	3,46	3,35	3,50
2010 Ene	3,99	4,05	3,99	7,51	6,52	5,37	3,47	3,31	3,45
Feb	4,03	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
Mar	3,98	4,04	3,98	7,43	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
Abr	3,89	4,01	3,92	7,38	6,50	5,29	3,42	3,21	3,33
May	3,87	3,97	3,89	7,40	6,45	5,29	3,40	3,20	3,31
Jun	3,79	3,96	3,84	7,62	6,48	5,20	3,28	3,21	3,30
Jul	3,74	3,93	3,82	7,69	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
Ago	3,80	3,89	3,81	7,74	6,46	5,19	3,38	3,28	3,34
Sep	3,83	3,88	3,83	7,81	6,45	5,22	3,38	3,28	3,36

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

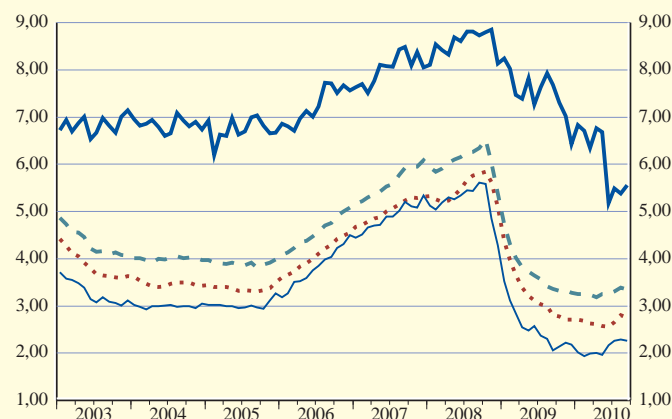
- De los hogares, hasta 1 año
- ... De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



**G22 Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- ... A hogares para adquisición de vivienda
- - A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

\* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas con ellos, véase la página S42.

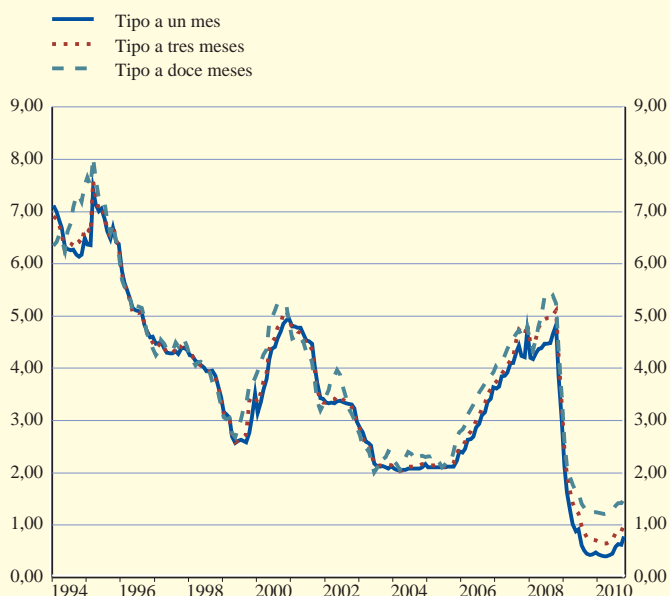
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1),2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (EONIA) 1	Depósitos a 1 mes (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 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
II	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
III	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
2009 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
May	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
Jun	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
Jul	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24
Ago	0,43	0,64	0,90	1,15	1,42	0,36	0,24
Sep	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
Oct	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20

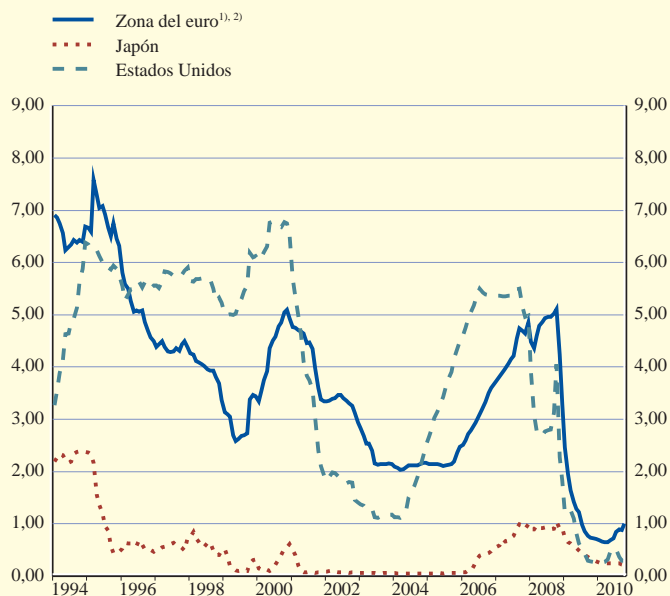
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(medias mensuales; porcentaje)



#### G24 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.

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

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

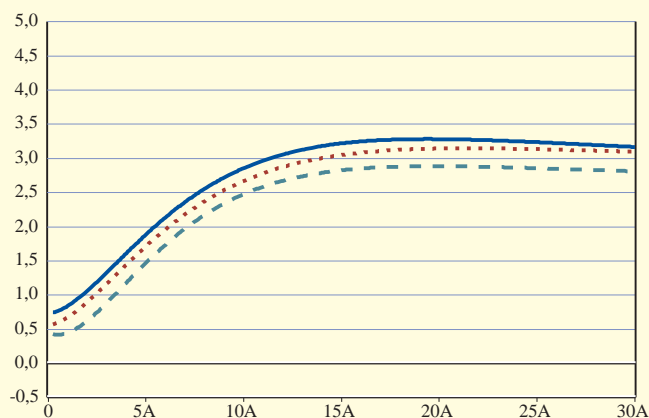
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
II	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
III	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
IV	0,74	0,83	1,04	1,81	2,27	2,75	2,01	1,71	1,00	1,51	3,07	3,95
2009 Oct	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
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
May	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
Jun	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
Jul	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43
Ago	0,43	0,45	0,62	1,47	1,97	2,48	2,05	1,85	0,55	1,09	2,87	3,70
Sep	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
Oct	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro

(porcentaje; fin de período)

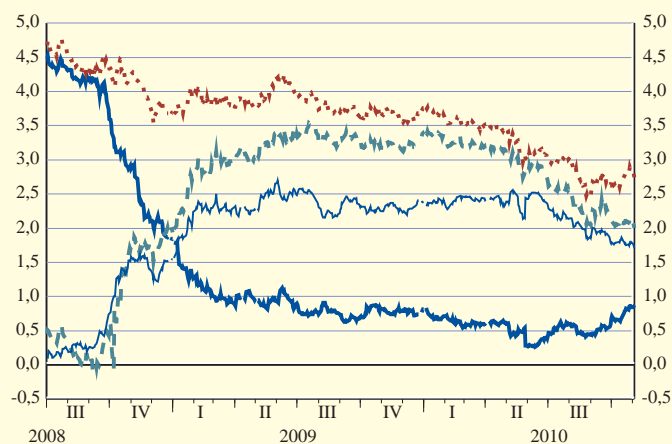
- Octubre 2010
- ... Septiembre 2010
- - Agosto 2010



#### G26 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.

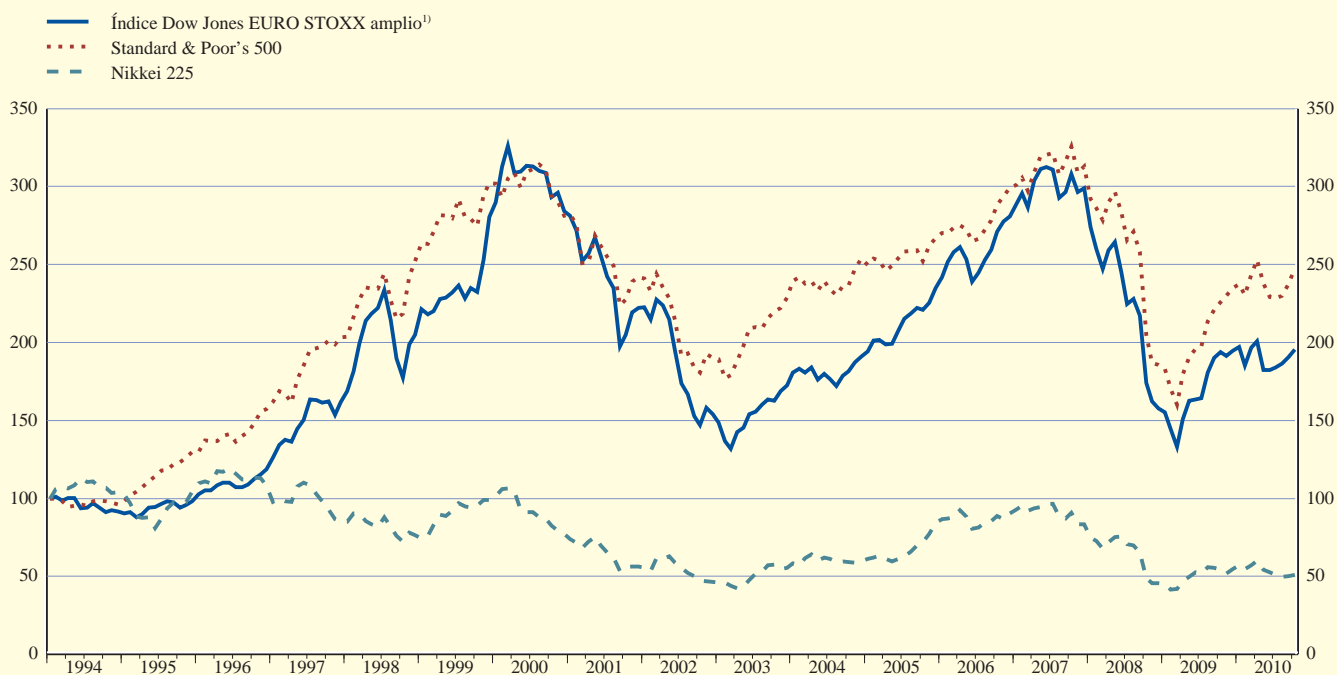
## 4.8 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
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 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
2009 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
2010 II	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
2010 III	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
2009 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
2009 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
2009 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
2010 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
2010 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
2010 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
2010 May	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
2010 Jun	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
2010 Jul	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8
2010 Ago	258,9	2.712,2	441,5	163,2	315,6	296,0	183,7	324,9	206,8	328,5	392,2	383,1	1.087,3	9.268,2
2010 Sep	264,6	2.766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1.122,1	9.346,7
2010 Oct	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1

## G27 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

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

# PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total	Total, excl. alimentos no elaborados y energía	Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
% del total <sup>3)</sup>	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	89,0	11,0
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 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	0,1	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	0,8	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
II	110,0	1,5	0,8	1,7	1,2	0,6	0,3	0,7	0,2	3,9	0,3	1,5	1,4
III	109,9	1,7	1,0	1,9	1,4	0,4	0,5	0,7	0,2	0,0	0,5	1,7	2,1
2010 May	110,0	1,6	0,9	1,9	1,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,6	0,1	1,6	1,4
Jun	110,0	1,4	0,9	1,5	1,3	0,1	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,1	1,4	1,4
Jul	109,7	1,7	1,0	2,0	1,4	0,2	0,1	0,5	0,1	0,0	0,2	1,7	2,0
Ago	109,9	1,6	1,0	1,7	1,4	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,2	1,5	2,1
Sep	110,1	1,8	1,0	2,1	1,4	0,1	0,0	0,2	0,1	0,3	0,1	1,7	2,1
Oct <sup>4)</sup>	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total <sup>3)</sup>	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
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 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
II	0,7	0,8	0,7	2,2	0,3	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
III	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,7	1,3	2,5	-0,8	1,1	1,5
2010 Abr	0,7	0,6	0,7	2,3	0,2	9,1	1,9	1,5	2,4	-0,6	0,4	1,4
May	0,7	0,9	0,4	2,5	0,3	9,2	1,8	1,5	2,2	-1,1	0,9	1,5
Jun	0,9	0,9	0,9	1,8	0,4	6,2	1,8	1,5	2,3	-1,1	1,0	1,5
Jul	1,3	0,9	1,9	2,4	0,5	8,1	1,7	1,3	2,7	-0,9	1,0	1,5
Ago	1,5	1,0	2,4	1,8	0,4	6,1	1,7	1,3	2,5	-0,5	1,1	1,6
Sep	1,6	1,0	2,5	2,3	0,6	7,7	1,7	1,3	2,4	-0,9	1,1	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.
- Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en la dirección de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Ponderaciones utilizadas en 2010.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>
	Total (índice: 2005 = 100)	Industria, excluidas construcción y energía										
		Total	Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo			Energía		
							Total	Duradero	No duradero			
% del total <sup>3)</sup>	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,4	1,4	1,4	13,5	4,7	6,6
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,2	4,5
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,5
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-3,1
2009 II	108,2	-5,8	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,1	1,5	-2,6	-13,8	-0,2	-3,1 <sup>4)</sup>
2009 III	108,0	-7,9	-7,4	-4,2	-7,5	-0,1	-2,7	1,0	-3,2	-18,3	-1,7	-
2009 IV	108,4	-4,7	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,5	0,4	-2,8	-9,5	-0,3	-3,0 <sup>4)</sup>
2010 I	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,3	0,2	-
2010 II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	-
2010 Mar	110,0	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,3	-0,4	0,3	-0,5	3,1	-	-
2010 Abr	111,1	2,8	3,7	1,0	2,7	0,0	-0,3	0,4	-0,4	7,9	-	-
2010 May	111,4	3,1	4,1	1,7	3,9	0,3	0,0	0,7	-0,2	7,4	-	-
2010 Jun	111,8	3,1	3,6	1,9	4,3	0,4	0,2	0,8	0,1	6,2	-	-
2010 Jul	112,0	4,0	3,7	2,1	4,5	0,6	0,4	1,0	0,3	9,6	-	-
2010 Ago	112,2	3,6	3,3	2,3	4,7	0,7	0,5	1,1	0,4	7,4	-	-

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto<sup>1)</sup>

	Precios del petróleo <sup>5)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Deflatores del PIB				Expor- taciones <sup>8)</sup>	Impor- taciones <sup>8)</sup>	
		Ponderados <sup>6)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>7)</sup> por el destino					Demanda interna						
		Total	Alimen- tación	No alimen- tación	Total	Alimen- tación	No alimen- tación			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			
																Total
% 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	27,7	5,8	37,9	24,5	6,0	38,3	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8	
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	116,4	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,6	1,3	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	118,8	2,0	2,6	2,7	2,5	2,3	2,5	3,8	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	119,9	0,9	0,0	-0,2	2,1	-0,7	-3,2	-5,8	
2009 II	43,8	-24,5	-11,1	-30,9	-22,5	-10,0	-31,4	119,8	1,0	-0,2	-0,4	1,7	-0,8	-3,9	-7,1	
2009 III	48,1	-18,5	-12,5	-21,4	-18,7	-15,1	-21,3	120,0	0,8	-0,7	-0,8	2,6	-1,6	-4,3	-8,1	
2009 IV	51,2	3,1	5,7	1,8	2,4	-1,0	5,0	120,1	0,3	0,0	0,2	1,5	-0,8	-2,3	-3,4	
2010 I	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,3	0,4	0,1	1,3	1,4	0,1	2,6	1,7	
2010 II	62,6	51,7	12,5	76,0	43,9	14,0	71,6	120,7	0,8	0,9	2,0	1,6	1,4	5,0	5,6	
2010 May	61,6	52,1	11,5	77,8	43,6	12,0	73,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
2010 Jun	62,2	51,1	17,7	71,6	44,2	21,0	65,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
2010 Jul	58,9	56,8	26,0	74,2	50,1	32,0	65,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
2010 Ago	59,9	51,6	26,8	64,5	48,7	39,5	55,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
2010 Sep	59,8	58,8	37,2	69,6	57,6	52,6	61,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
2010 Oct	60,2	50,4	33,9	58,7	52,5	52,4	52,5	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columna 7 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson 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 información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) En 2005.

4) Los datos trimestrales correspondientes al segundo y cuarto trimestre se refieren a las medias 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 información, 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 transfronterizo 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 al factor trabajo y productividad del trabajo

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costes laborales unitarios<sup>1)</sup></b>								
2008	115,5	3,5	1,0	5,3	4,3	2,5	3,2	2,6
2009	120,1	3,9	-1,8	9,4	1,6	5,3	0,9	2,8
2009 III	120,0	3,5	-2,6	7,9	1,0	4,1	0,3	3,6
IV	119,9	1,4	-1,8	0,8	2,2	2,7	0,7	2,0
2010 I	119,8	-0,5	-1,2	-6,5	2,1	-0,2	1,1	1,2
II	119,6	-0,6	-0,5	-7,5	2,2	-0,4	1,6	1,7
<b>Remuneración por asalariado</b>								
2008	121,5	3,2	3,6	3,0	5,1	2,6	2,7	3,3
2009	123,4	1,6	3,0	0,4	2,3	1,7	1,5	2,5
2009 III	123,8	1,6	2,7	0,6	2,3	0,7	1,5	3,2
IV	124,2	1,4	2,8	0,4	2,0	1,5	1,8	2,1
2010 I	124,6	1,5	1,7	2,4	0,2	1,6	2,2	1,1
II	125,5	2,0	2,2	3,1	1,1	1,8	1,9	1,7
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada<sup>2)</sup></b>								
2008	105,2	-0,3	2,5	-2,1	0,8	0,1	-0,4	0,7
2009	102,8	-2,3	4,8	-8,3	0,7	-3,4	0,6	-0,3
2009 III	103,2	-1,8	5,5	-6,8	1,4	-3,3	1,2	-0,5
IV	103,6	0,1	4,6	-0,4	-0,2	-1,2	1,1	0,1
2010 I	103,9	2,1	2,9	9,6	-1,9	1,8	1,1	-0,1
II	104,9	2,6	2,7	11,5	-1,1	2,2	0,3	0,0
<b>Remuneración por hora trabajada</b>								
2008	123,8	3,1	2,4	3,6	4,5	2,7	2,4	3,0
2009	127,8	3,2	3,8	4,6	4,4	2,7	2,7	3,0
2009 III	128,1	3,3	3,6	4,8	4,3	1,9	2,8	3,5
IV	128,3	2,3	3,4	1,7	4,3	2,0	2,6	2,4
2010 I	128,3	0,9	2,0	0,1	0,3	0,9	1,8	0,7
II	129,1	1,1	3,3	-0,7	0,9	1,2	1,6	1,5
<b>Productividad del trabajo por hora trabajada<sup>2)</sup></b>								
2008	108,0	-0,2	2,7	-1,6	0,4	0,4	-0,8	0,4
2009	107,1	-0,8	5,0	-4,7	2,4	-2,5	1,9	0,0
2009 III	107,4	-0,4	5,7	-3,2	2,8	-2,4	2,7	-0,3
IV	107,6	0,7	5,0	0,7	1,2	-0,9	2,0	0,2
2010 I	107,7	1,4	4,7	7,1	-2,6	0,9	0,7	-0,7
II	108,6	1,8	4,1	7,6	-2,0	1,3	0,2	-0,2

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

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
% del total <sup>5)</sup>	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	100,0	3,4	3,6	2,8	3,5	4,7	3,1	3,3
2009	102,9	2,9	2,7	3,4	3,3	3,5	2,6	2,7
2009 III	103,2	2,9	2,8	3,0	3,7	2,4	2,5	2,4
IV	103,5	2,0	1,8	2,6	1,1	3,3	2,4	2,2
2010 I	104,0	1,9	1,8	2,2	1,6	2,5	2,0	1,8
II	104,4	1,6	1,5	2,0	1,1	1,7	1,9	1,9

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

- 1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por el valor añadido (en términos reales) por ocupado.
- 2) Valor añadido (en términos reales) por factor trabajo (ocupados y horas trabajadas).
- 3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, Administración pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.
- 4) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 5) En 2008.

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2006	8.564,8	8.467,3	4.876,0	1.733,4	1.832,8	25,1	97,5	3.454,3	3.356,8
2007	9.021,8	8.887,7	5.074,9	1.803,2	1.969,5	40,1	134,0	3.734,2	3.600,2
2008	9.239,2	9.145,7	5.234,4	1.892,9	1.994,8	23,5	93,5	3.860,1	3.766,6
2009	8.952,3	8.836,3	5.168,8	1.979,0	1.758,1	-69,5	116,0	3.249,3	3.133,3
2009 II	2.229,2	2.200,6	1.289,3	493,2	440,3	-22,2	28,7	790,0	761,4
III	2.242,0	2.207,8	1.290,8	499,1	434,8	-17,0	34,2	814,0	779,7
IV	2.247,8	2.206,7	1.299,6	497,2	430,5	-20,6	41,1	837,6	796,5
2010 I	2.259,9	2.233,3	1.309,3	502,4	430,6	-9,0	26,6	874,8	848,2
II	2.289,6	2.264,8	1.322,2	506,8	441,2	-5,4	24,9	926,0	901,2
	<i>porcentaje del PIB</i>								
2009	100,0	98,7	57,7	22,1	19,6	-0,8	1,3	-	-
	<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados)<sup>3)</sup></i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 II	-0,1	-0,7	0,0	0,6	-2,3	-	-	-1,3	-2,8
III	0,4	0,3	-0,1	0,5	-1,1	-	-	2,4	2,2
IV	0,2	-0,1	0,2	-0,1	-1,2	-	-	2,0	1,2
2010 I	0,3	0,9	0,2	0,2	-0,3	-	-	2,5	4,2
II	1,0	0,8	0,2	0,5	1,5	-	-	4,3	4,0
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,1	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,6	1,7	2,3	4,7	-	-	6,3	5,8
2008	0,5	0,4	0,4	2,3	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,3	-11,3	-	-	-13,2	-11,9
2009 II	-4,9	-3,8	-1,1	2,5	-12,2	-	-	-16,6	-14,4
III	-4,0	-3,3	-1,2	2,5	-11,9	-	-	-13,7	-12,3
IV	-2,0	-2,8	-0,4	1,7	-9,6	-	-	-5,2	-7,0
2010 I	0,8	0,5	0,3	1,2	-4,9	-	-	5,6	4,8
II	1,9	2,0	0,5	1,1	-1,2	-	-	11,6	12,1
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2009 II	-0,1	-0,7	0,0	0,1	-0,5	-0,3	0,6	-	-
III	0,4	0,3	0,0	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
IV	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
2010 I	0,3	0,9	0,1	0,0	-0,1	0,8	-0,6	-	-
II	1,0	0,8	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	-	-
	<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,2	0,2	-	-
2007	2,8	2,6	1,0	0,5	1,0	0,2	0,3	-	-
2008	0,5	0,4	0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
2009 II	-4,9	-3,8	-0,6	0,5	-2,6	-1,0	-1,2	-	-
III	-4,0	-3,3	-0,7	0,5	-2,6	-0,6	-0,7	-	-
IV	-2,0	-2,8	-0,2	0,4	-2,0	-0,8	0,7	-	-
2010 I	0,8	0,5	0,2	0,3	-1,0	1,0	0,3	-	-
II	1,9	1,9	0,3	0,2	-0,2	1,6	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- 1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1; el cuadro 1 de la sección 7.1; el cuadro 3 de la sección 7.2; o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- 2) Incluye las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.
- 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 menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, industria manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intern. financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</b>								
2006	7.650,4	140,2	1.562,0	479,2	1.599,6	2.138,7	1.730,8	914,4
2007	8.063,0	151,9	1.651,3	511,4	1.674,2	2.273,0	1.801,1	958,8
2008	8.294,2	146,4	1.649,9	527,5	1.731,6	2.355,9	1.882,8	945,0
2009	8.060,1	131,2	1.436,2	507,1	1.666,0	2.363,1	1.956,6	892,2
2009 II	2.008,8	32,8	353,6	127,5	416,3	590,0	488,5	220,5
III	2.019,5	32,0	362,1	125,9	416,7	591,7	491,1	222,5
IV	2.022,4	32,2	363,8	124,1	416,6	593,4	492,2	225,4
2010 I	2.036,4	33,4	369,4	121,9	419,8	595,3	496,7	223,5
II	2.058,0	33,2	378,5	123,5	423,3	598,5	501,1	231,6
<i>porcentaje del valor añadido</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,3	20,7	29,3	24,3	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior; datos desestacionalizados)<sup>1)</sup></b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 II	-0,2	-0,3	-1,0	-1,8	-0,2	0,2	0,5	0,2
III	0,4	0,2	2,2	-1,8	0,2	0,1	0,2	0,6
IV	0,1	-0,1	0,6	-1,7	0,1	0,1	0,3	1,0
2010 I	0,6	1,7	2,0	-1,4	0,3	0,5	0,4	-1,9
II	0,8	-0,3	2,2	0,4	0,6	0,6	0,4	2,4
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	-0,2	3,6	2,9	2,9	4,1	1,5	3,2
2007	3,1	1,2	3,2	2,4	3,6	4,0	1,7	0,8
2008	0,7	0,7	-2,1	-1,3	1,3	1,7	1,9	-1,3
2009	-4,2	2,2	-13,2	-5,8	-5,1	-1,6	1,1	-2,9
2009 II	-5,0	1,9	-16,3	-5,5	-5,7	-1,8	1,2	-3,7
III	-4,1	2,5	-12,8	-6,0	-5,1	-1,5	1,0	-2,7
IV	-2,2	2,3	-6,7	-5,8	-3,3	-0,8	1,1	-0,1
2010 I	0,9	1,5	3,7	-6,5	0,4	0,8	1,3	-0,1
II	1,9	1,5	7,0	-4,4	1,2	1,3	1,3	2,1
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2009 II	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
IV	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
2010 I	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	-
II	0,8	0,0	0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,1	0,0	0,7	0,2	0,8	1,1	0,4	-
2008	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,4	0,2	-
2009 II	-5,0	0,0	-3,3	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
III	-4,1	0,0	-2,5	-0,4	-1,1	-0,4	0,2	-
IV	-2,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,2	0,3	-
2010 I	0,9	0,0	0,7	-0,4	0,1	0,2	0,3	-
II	1,9	0,0	1,2	-0,3	0,2	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 <sup>1)</sup>	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía	
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
								Total	Duradero	No duradero		
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,8	6,6	2,4	1,3	2,6	-0,9	1,4
2008	-2,5	106,3	-1,8	-1,9	-2,0	-3,5	-0,2	-2,1	-5,7	-1,5	0,3	-5,3
2009	-13,7	90,5	-14,8	-15,9	-16,0	-19,2	-20,7	-5,0	-17,4	-3,0	-5,3	-8,2
2009 III	-13,7	91,1	-14,4	-15,2	-15,4	-18,3	-20,7	-4,3	-18,2	-2,2	-5,5	-9,1
2009 IV	-7,3	92,2	-7,4	-7,9	-8,0	-6,7	-13,7	-2,6	-10,1	-1,5	-3,6	-6,0
2010 I	1,8	94,3	4,6	4,8	4,8	8,0	2,4	3,1	-0,1	3,6	3,1	-9,8
2010 II	6,2	96,6	9,0	9,2	9,3	13,9	8,8	3,7	4,9	3,5	5,4	-3,4
2010 Mar	5,0	95,2	7,7	7,9	7,7	11,9	4,7	5,8	2,0	6,4	5,8	-5,3
2010 Abr	5,6	95,9	9,1	9,3	9,6	15,6	8,6	2,6	0,4	2,9	5,2	-6,4
2010 May	6,1	97,0	9,7	9,6	9,8	14,5	9,0	4,3	6,6	3,9	7,5	-6,5
2010 Jun	7,0	96,9	8,2	8,8	8,7	11,8	8,7	4,2	7,6	3,8	3,3	2,5
2010 Jul	4,2	97,0	7,1	7,5	7,7	9,5	9,0	3,9	5,1	3,7	2,2	-6,8
2010 Ago	5,0	98,1	8,2	9,1	9,2	11,1	11,7	4,3	7,3	4,0	1,5	-7,7
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>											
2010 Mar	2,5	-	1,8	1,8	1,8	2,4	2,0	1,8	0,9	1,8	-1,9	6,5
2010 Abr	0,1	-	0,7	0,4	0,9	2,0	1,5	-1,3	-0,3	-1,2	-1,0	0,1
2010 May	0,8	-	1,2	0,7	0,4	0,7	1,6	1,0	3,0	0,7	2,3	-0,8
2010 Jun	0,9	-	-0,1	-0,2	0,0	-0,4	0,4	0,1	-0,6	0,2	-1,7	1,9
2010 Jul	-1,3	-	0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,4	0,2	0,2	-3,1
2010 Ago	0,8	-	1,1	1,1	1,0	1,6	3,1	0,0	1,8	-0,2	0,1	-0,2

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

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>2)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) <sup>3)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2000 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar			
% del total <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007	119,8	8,6	114,9	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,1	3,1	968	-0,6
2008	113,1	-5,3	116,8	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,6	-22,7	95,5	-18,4	-2,7	101,6	-1,8	-1,6	-1,9	-1,2	-3,8	926	3,2
2009 IV	92,1	-2,8	97,5	-9,2	-1,5	101,8	-0,6	-0,5	-0,7	0,5	-1,0	967	20,7
2010 I	95,0	13,7	101,1	6,3	0,8	102,3	0,9	1,5	0,8	3,4	0,6	892	7,5
2010 II	102,6	22,5	104,5	12,3	1,2	102,4	0,9	0,3	1,5	-0,4	2,8	821	-10,6
2010 III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	819	-16,6
2010 Abr	98,9	21,9	101,3	9,8	0,1	101,9	-0,2	-0,9	0,4	-0,3	0,9	837	-10,0
2010 May	103,1	23,1	106,0	13,1	1,4	102,6	1,2	0,8	1,6	-1,3	3,9	783	-13,1
2010 Jun	105,6	22,5	106,2	13,9	2,0	102,8	1,7	0,8	2,4	0,6	3,4	843	-8,8
2010 Jul	103,7	11,7	105,1	7,5	2,1	102,9	1,6	2,1	1,5	4,5	0,8	780	-24,3
2010 Ago	109,2	24,5	107,8	15,0	1,9	103,0	1,6	-0,9	3,8	7,5	2,9	825	-10,5
2010 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	851	-12,0
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2010 May	-	4,2	-	4,7	0,7	-	0,7	0,6	-0,5	1,3	-	-	-6,4
2010 Jun	-	2,4	-	0,2	0,2	-	0,2	-0,3	0,6	1,2	0,1	-	7,7
2010 Jul	-	-1,8	-	-1,0	0,1	-	0,1	0,5	-0,2	2,2	-1,0	-	-7,6
2010 Ago	-	5,4	-	2,5	0,1	-	0,1	-0,8	0,8	0,5	1,1	-	5,9
2010 Sep	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	3,1

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

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea <sup>2)</sup>

	Indicador de clima económico <sup>3)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera					Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>4)</sup>	Total <sup>5)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2006	107,3	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 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
II	99,3	-6	-28	0	9	76,3	-17	-6	-18	34	-9
III	102,2	-3	-19	0	10	77,4	-12	-6	-11	23	-8
2010 May	98,4	-6	-28	1	10	-	-18	-7	-21	34	-10
Jun	98,9	-6	-26	1	9	-	-17	-7	-20	32	-9
Jul	101,1	-4	-21	0	9	77,2	-14	-7	-14	27	-9
Ago	102,3	-3	-18	0	10	-	-11	-5	-9	23	-8
Sep	103,2	-2	-16	0	12	-	-11	-5	-11	20	-8
Oct	104,1	0	-12	1	14	77,6	-11	-6	-10	22	-6

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Indicador de confianza de los servicios			
	Total <sup>5)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>5)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Total <sup>5)</sup>	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 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
II	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
III	-28	-40	-16	-3	-4	7	3	7	5	8	8
2010 May	-28	-40	-17	-6	-7	10	-1	4	-1	4	8
Jun	-30	-43	-17	-6	-7	7	-3	4	2	4	5
Jul	-29	-42	-16	-4	-6	7	1	7	5	9	6
Ago	-29	-38	-19	-3	-5	7	1	7	6	8	8
Sep	-26	-39	-13	-1	-3	6	6	8	5	8	10
Oct	-25	-35	-16	-1	0	10	7	8	7	7	11

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) A partir de mayo de 2010, los datos hacen referencia a la nueva versión de la nomenclatura estadística de actividades económicas de la Unión Europea («NACE Revisión 2»).
- 3) 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 (de la media (por debajo de la media) calculado para el período comprendido entre 1990 y 2008.
- 4) 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.
- 5) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

## 5.3 Mercado de trabajo <sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 1. Empleo en términos de personas ocupadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,4	14,6	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	146,831	1,8	2,0	0,6	-1,7	0,3	3,6	1,9	4,3	1,3
2008	147,963	0,8	1,0	-0,4	-1,8	0,0	-2,1	1,2	2,1	1,2
2009	145,209	-1,9	-1,8	-2,2	-2,5	-5,3	-6,5	-1,7	-2,1	1,4
2009 III	144,713	-2,2	-2,2	-2,4	-2,9	-6,4	-7,2	-1,9	-2,7	1,4
IV	144,437	-2,1	-2,1	-2,0	-2,2	-6,3	-5,6	-2,1	-1,9	1,1
2010 I	144,464	-1,2	-1,3	-0,5	-1,4	-5,4	-4,6	-1,3	-0,2	1,5
II	144,454	-0,7	-0,7	-0,8	-1,1	-4,0	-3,4	-1,0	1,0	1,2
	<i>tasa de variación intertrimestral</i>									
2009 III	-0,723	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-1,7	-1,4	-0,4	-0,4	0,2
IV	-0,277	-0,2	-0,2	0,0	0,5	-1,1	-0,5	-0,4	0,2	0,3
2010 I	0,027	0,0	-0,1	0,5	0,2	-0,8	-1,2	0,0	0,5	0,5
II	-0,010	0,0	0,1	-0,8	-0,9	-0,5	-0,4	-0,2	0,7	0,2

### 2. Empleo en términos de horas trabajadas

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (millones)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	80,5	19,5	5,0	17,1	8,5	26,9	15,7	26,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	237.119,5	1,7	2,0	0,6	-2,5	0,6	3,6	1,9	4,4	1,0
2008	238.675,1	0,7	1,0	-0,7	-1,9	-0,5	-1,8	0,9	2,5	1,4
2009	230.808,0	-3,3	-3,4	-2,9	-2,6	-8,9	-8,0	-2,7	-3,4	1,1
2009 III	57.542,1	-3,6	-3,8	-2,9	-3,1	-9,9	-8,6	-2,7	-4,1	1,2
IV	57.555,3	-2,7	-2,9	-2,0	-2,6	-7,3	-6,9	-2,4	-2,7	0,9
2010 I	57.685,1	-0,6	-0,7	0,0	-3,1	-3,2	-3,9	-0,5	0,1	2,0
II	57.794,6	0,2	0,2	-0,1	-2,5	-0,5	-2,5	-0,1	1,1	1,5
	<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>									
2009 III	-161,4	-0,3	-0,2	-0,6	-1,2	-0,6	-1,3	-0,4	-0,2	0,4
IV	13,2	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
2010 I	129,9	0,2	0,2	0,4	-1,1	0,0	-0,6	0,1	0,5	0,8
II	109,5	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,1	0,1	0,4	0,1

### 3. Horas trabajadas por persona ocupada

	Total economía		Por situación profesional		Por ramas de actividad					
	Total (miles)	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, activ. inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales	Administración pública, educación, sanidad y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,615	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2
2008	1,613	-0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	0,4	-0,3	0,3	0,2
2009	1,589	-1,5	-1,6	-0,7	-0,2	-3,8	-1,6	-1,0	-1,3	-0,3
2009 III	0,398	-1,4	-1,6	-0,5	-0,2	-3,7	-1,4	-0,9	-1,4	-0,2
IV	0,398	-0,6	-0,8	0,1	-0,3	-1,1	-1,4	-0,2	-0,8	-0,1
2010 I	0,399	0,7	0,7	0,5	-1,7	2,3	0,7	0,8	0,3	0,5
II	0,400	0,8	0,9	0,7	-1,4	3,6	1,0	0,9	0,1	0,3

Fuente: Eurostat.

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

2) En 2009.

### 5.3 Mercado de trabajo

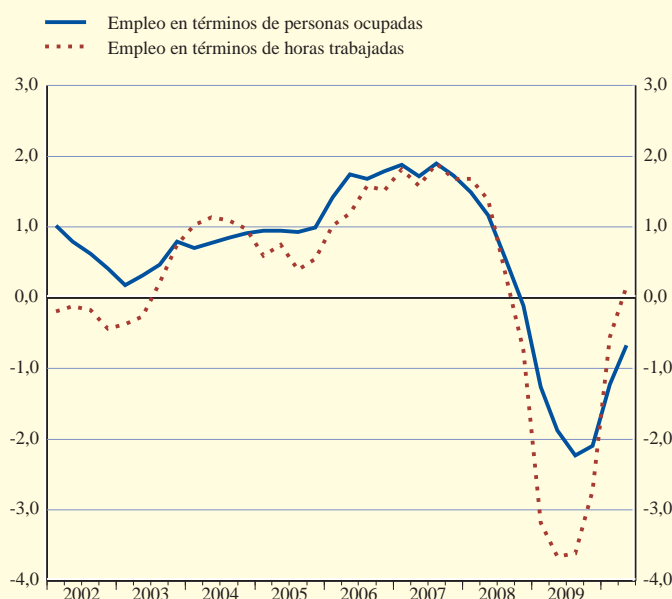
#### 4. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

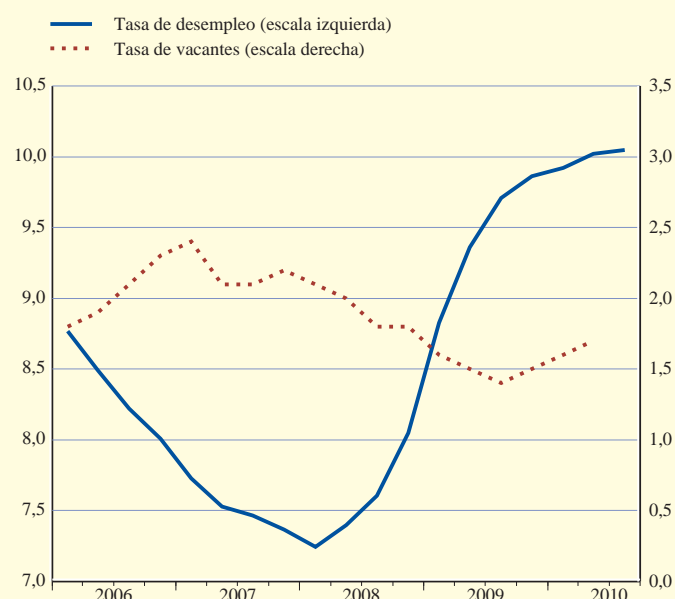
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total <sup>5)</sup>	100,0		78,3		21,7		53,8		46,2		% total puestos de trabajo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	12,904	8,4	10,072	7,4	2,831	16,5	6,400	7,5	6,504	9,5	2,0
2007	11,706	7,5	9,142	6,6	2,564	15,1	5,750	6,7	5,956	8,6	2,2
2008	11,915	7,6	9,278	6,6	2,637	15,5	6,010	6,9	5,905	8,4	1,9
2009	14,895	9,4	11,661	8,3	3,234	19,5	8,017	9,3	6,878	9,6	1,5
2009 III	15,325	9,7	12,013	8,5	3,312	20,1	8,289	9,6	7,036	9,8	1,4
IV	15,551	9,9	12,269	8,7	3,282	20,1	8,451	9,8	7,101	9,9	1,5
2010 I	15,650	9,9	12,388	8,7	3,262	20,2	8,483	9,8	7,168	10,0	1,6
II	15,831	10,0	12,578	8,9	3,253	20,3	8,530	9,9	7,302	10,2	1,7
III	15,875	10,0	12,724	8,9	3,151	20,0	8,491	9,9	7,385	10,3	.
2010 Abr	15,799	10,0	12,515	8,8	3,284	20,4	8,538	9,9	7,261	10,1	-
May	15,859	10,0	12,589	8,9	3,270	20,4	8,532	9,9	7,327	10,2	-
June	15,836	10,0	12,631	8,9	3,205	20,2	8,519	9,9	7,317	10,2	-
Jul	15,858	10,0	12,695	8,9	3,163	20,0	8,478	9,8	7,381	10,3	-
Ago	15,850	10,0	12,718	8,9	3,132	19,9	8,504	9,9	7,346	10,2	-
Sep	15,917	10,1	12,759	9,0	3,159	20,0	8,490	9,9	7,428	10,3	-

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

(tasas de variación interanual)



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



Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.
- 5) En 2009.

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

(porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Recursos

	Total		Recursos corrientes										Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuest. directos	Hogares	Empresas	Impuest. indirectos	Recibidos por inst. de la UE	Cotizaciones sociales	Empleadores	Asalariados	Ventas	12	Impuest. sobre el capital		
														3	
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,1	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	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,1	
2003	45,0	44,3	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	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	8,1	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	13,8	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5	
2007	45,4	45,1	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,5	
2008	45,0	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,2	0,3	41,1	
2009	44,6	44,2	11,4	9,3	1,9	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,2	0,3	0,4	40,5	

#### 2. Zona del euro – Empleos

	Total		Empleos corrientes							Empleos de capital				Pro memoria: empleos primarios <sup>3)</sup>
	1	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Transf. corrientes	Prestaciones sociales	Subvenciones	Pagadas por inst. de la UE	10	Inversión	Transf. de capital	Pagadas por instituciones de la UE	
2001	47,5	43,6	10,3	4,8	3,8	24,7	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,7
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	0,1	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	43,5	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
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	46,0	42,2	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,0	43,2	10,1	5,1	3,0	24,9	22,0	1,6	0,4	3,8	2,6	1,3	0,0	44,0
2009	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,4	24,3	1,8	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Déficit (-)/superávit (+) primario	Consumo público <sup>4)</sup>							
	Total	Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social		Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transf. sociales en especie vía productores de mercado	Consumo de capital fijo	Ventas (menos)	Consumo colectivo	Consumo individual
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,1	0,1	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	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,7	-1,2	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	-2,1	-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	-5,1	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,1	10,8	5,6	5,8	2,0	2,2	8,7	13,4

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

	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	0,2	-1,6	2,9	.	2,0	-2,3	-3,4	-1,2	1,4	-2,7	0,5	-1,5	-4,1	-1,3	-3,2	4,0
2007	-0,3	0,3	0,0	.	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,3	0,2	-0,4	-2,8	0,0	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-7,3	.	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,8	0,6	-0,5	-2,9	-1,8	-2,1	4,2
2009	-6,0	-3,0	-14,4	.	-11,1	-7,5	-5,3	-6,0	-0,7	-3,8	-5,4	-3,5	-9,3	-5,8	-7,9	-2,5

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

- 1) Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- 2) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- 3) Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- 4) Se corresponde con el gasto en consumo final (P3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- 5) Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.



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

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Otros acreedores <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>2)</sup>			Resto de sectores	
						Total	IFM	Otras sociedades financieras		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,3
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,1	20,7	11,0	10,4	26,1
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,6	19,5	10,5	10,6	27,3
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,8	19,7	11,0	9,1	29,2
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,4	18,6	10,7	9,0	31,1
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	36,5	17,4	11,1	8,0	33,8
2006	68,4	2,4	11,7	4,1	50,2	34,6	17,5	9,3	7,8	33,8
2007	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7	32,7	16,9	8,6	7,3	33,4
2008	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5	32,7	17,4	7,8	7,5	37,1
2009	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9	36,8	20,2	8,9	7,7	42,4

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

	Total	Emitido por <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2000	69,2	58,1	5,8	4,8	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	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	68,1	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,4	56,1	6,5	5,3	0,5	7,4	61,0	4,4	14,4	24,1	29,9	67,9	0,6
2007	66,1	54,1	6,2	5,2	0,5	7,4	58,7	4,4	14,6	23,5	28,0	65,6	0,5
2008	69,8	57,5	6,6	5,2	0,4	10,2	59,6	4,5	17,8	23,3	28,6	68,9	0,9
2009	79,2	65,3	7,6	5,7	0,6	12,2	66,9	4,6	19,6	27,1	32,4	78,0	1,2

### 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	24,8	.	39,6	63,7	106,6	64,6	6,7	63,4	47,4	62,1	63,9	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	64,9	25,0	.	36,1	63,8	103,6	58,3	6,7	61,7	45,3	59,3	62,7	23,4	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	44,3	.	39,8	67,5	106,3	48,3	13,6	63,1	58,2	62,5	65,3	22,5	27,8	34,1
2009	96,2	73,4	65,5	.	53,2	78,1	116,0	58,0	14,5	68,6	60,8	67,5	76,1	35,4	35,4	43,8

Fuentes: BCE, para los agregados de la zona del euro; Comisión Europea, para los datos relativos a la deuda por países.

- Los datos se refieren al Euro-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 estimaciones parciales.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.

## 6.3 Variaciones de la deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

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

	Total	Origen de la variación			Instrumentos financieros				Sectores tenedores			
		Necesidad de financiación <sup>2)</sup>	Efectos de valoración <sup>3)</sup>	Otras variaciones en volumen <sup>4)</sup>	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores a corto plazo	Valores a largo plazo	Acreedores residentes <sup>5)</sup>	IFM	Otras sociedades financieras	Otros acreedores <sup>6)</sup>
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	-0,1	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	3,0
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,5	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,7
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,3
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	0,7	0,9	-0,5	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,0	2,2	0,8	4,1

### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

Variaciones de la deuda	Déficit (-)/superávit (+) <sup>7)</sup>	Ajuste entre déficit y deuda <sup>8)</sup>												
		Total	Operaciones en los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Efectos de valoración	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen	Otros <sup>9)</sup>	
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores <sup>10)</sup>	Acciones y otras particip.	Privatizaciones	Inyecciones de capital					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,4	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	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2008	5,2	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,3	0,9	1,0	0,4	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fuente: BCE.

- Los datos se refieren al Euro-16 y son estimaciones parciales. La variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada se expresa en porcentaje del PIB [deuda (t) - deuda (t-1)] ÷ PIB (t).
- La necesidad de financiación es, por definición, equivalente a las operaciones de deuda.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye residentes de países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- Incluye los ingresos por ventas de licencias UMTS.
- Diferencia entre la variación interanual de la deuda bruta nominal consolidada y el déficit expresado en porcentaje del PIB.
- Incluye principalmente operaciones con otros activos y pasivos (créditos comerciales, otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros).
- Excluye los derivados financieros.

6.4 Recursos, empleos y déficit/superávit; datos trimestrales <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

1. Zona del euro – Recursos (datos trimestrales)

	Total		Recursos corrientes					Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>2)</sup>
	1	2	Impuestos directos 3	Impuestos indirectos 4	Cotizaciones sociales 5	Ventas 6	Rentas de la propiedad 7	8	Impuestos sobre el capital 9	
2004 II	44,7	43,9	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
III	42,8	42,3	10,7	12,8	15,3	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
IV	48,9	48,0	12,9	14,2	16,1	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
II	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
III	43,5	42,8	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
IV	49,0	48,2	13,3	14,2	16,1	3,0	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 I	42,4	42,0	10,3	13,4	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
II	45,3	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,0
III	43,8	43,3	11,6	13,0	15,1	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,3	48,7	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,3
2007 I	42,1	41,8	10,2	13,5	14,7	1,7	0,9	0,4	0,3	38,7
II	45,5	45,1	12,7	13,5	15,0	1,8	1,4	0,4	0,3	41,4
III	43,6	43,2	12,2	12,8	14,8	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
IV	49,6	49,1	14,4	14,1	15,7	3,0	0,9	0,6	0,3	44,5
2008 I	42,3	42,0	10,7	12,9	14,8	1,7	1,1	0,3	0,2	38,6
II	44,9	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,7
III	43,3	42,9	11,9	12,5	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
IV	49,0	48,5	13,6	13,6	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 I	42,0	41,9	10,2	12,5	15,4	1,8	1,1	0,2	0,2	38,4
II	44,4	43,8	11,5	12,6	15,5	2,0	1,4	0,6	0,5	40,1
III	42,7	42,3	11,0	12,3	15,5	2,0	0,7	0,3	0,3	39,1
IV	48,7	47,9	12,7	13,7	16,4	3,2	0,9	0,7	0,5	43,3
2010 I	41,6	41,4	10,0	12,3	15,4	1,8	0,9	0,2	0,2	38,0
II	43,8	43,3	11,5	12,4	15,4	1,9	1,3	0,5	0,3	39,5

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Total	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9			Transf. de capital 11
2004 II	46,6	43,2	10,3	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,4
III	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
IV	50,8	45,6	10,9	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
II	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,3
III	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,3	42,1	10,0	4,5	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
II	45,5	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
III	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
IV	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,6
2007 I	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,4	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	0,8	0,9	4,1
III	44,5	41,1	9,5	4,7	3,0	23,9	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
IV	50,3	45,2	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 I	44,6	41,5	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
II	45,3	42,0	10,1	4,9	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,4	2,8
III	45,6	42,0	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
IV	52,0	46,9	11,0	6,1	2,8	27,1	23,1	1,4	5,1	3,4	1,6	-3,0	-0,3
2009 I	48,5	45,0	10,6	5,3	2,9	26,3	22,4	1,3	3,4	2,2	1,2	-6,4	-3,5
II	50,1	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,2	-5,8	-2,6
III	49,4	45,5	10,4	5,3	2,8	27,1	23,4	1,4	3,9	2,7	1,1	-6,7	-3,9
IV	54,9	49,6	11,5	6,3	2,5	29,2	24,9	1,5	5,4	3,5	1,9	-6,3	-3,7
2010 I	49,6	46,0	10,5	5,1	2,8	27,5	23,2	1,4	3,6	2,1	1,5	-8,0	-5,2
II	49,0	45,5	10,7	5,4	3,0	26,4	22,9	1,3	3,5	2,5	1,2	-5,2	-2,2

Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

- Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. No se incluyen las operaciones entre el presupuesto de la UE y las unidades institucionales que no forman parte de las Administraciones Públicas. Por lo demás, y excepto en caso de que los plazos para la transmisión de los datos sean diferentes, las cifras trimestrales son acordes con los datos anuales. Datos sin desestacionalizar.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

## 6.5 Deuda trimestral y variaciones de la deuda (porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda según los criterios de Maastricht por instrumento financiero <sup>1)</sup>

	Total 1	Instrumentos financieros			
		Efectivo y depósitos 2	Préstamos 3	Valores a corto plazo 4	Valores a largo plazo 5
2007 III	67,8	2,1	11,3	5,1	49,3
IV	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7
2008 I	67,1	2,1	11,4	5,0	48,6
II	67,5	2,1	11,5	4,9	49,0
III	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
IV	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5
2009 I	73,2	2,3	11,6	7,9	51,5
II	76,5	2,4	11,9	8,4	53,8
III	78,3	2,3	12,1	9,2	54,7
IV	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9
2010 I	81,0	2,4	12,5	8,4	57,6
II	82,4	2,4	13,2	8,0	58,8

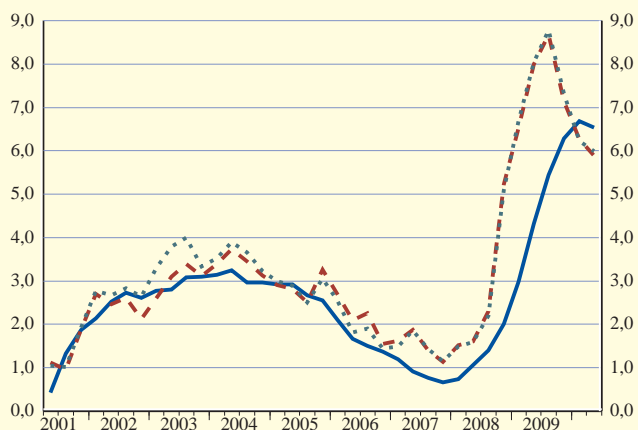
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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 III	-0,6	-0,9	-1,5	-1,3	-2,0	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,2	-0,6
IV	-3,3	-0,7	-4,0	-2,8	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,3
2008 I	6,4	-2,4	4,0	3,1	1,9	-0,1	0,9	0,3	0,0	0,9	6,4
II	4,0	-0,4	3,6	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,3	3,9
III	2,3	-2,3	0,0	-0,8	-1,6	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	1,8
IV	8,2	-3,0	5,2	5,8	0,8	2,5	0,5	1,9	0,0	-0,7	8,1
2009 I	11,9	-6,4	5,4	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,0	13,1
II	9,9	-5,8	4,1	3,1	2,3	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,5	9,3
III	4,8	-6,7	-1,9	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,8	4,6
IV	2,3	-6,3	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,3	-1,2	2,5
2010 I	8,3	-8,0	0,2	0,8	0,8	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	8,6
II	8,3	-5,2	3,1	4,4	2,3	1,9	-0,2	0,4	0,0	-1,3	8,3

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

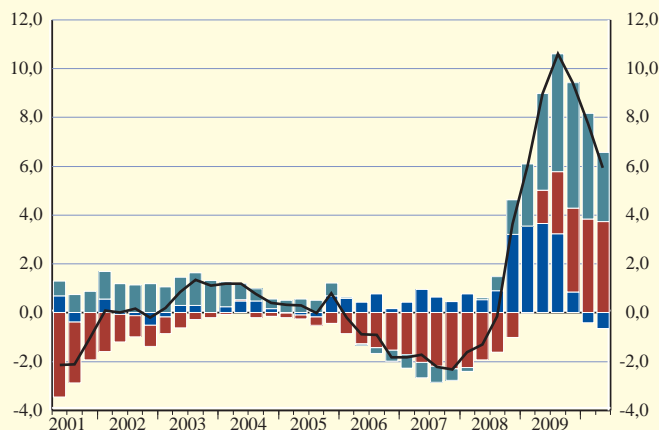
- Déficit
- - - Variaciones de la deuda
- ... Necesidad de financiación



### G31 Deuda según los criterios de Maastricht

(tasa de variación de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)

- Ajuste entre déficit y deuda
- Déficit/superávit primario
- Diferencial entre crecimiento y tipos de interés
- Variación de la deuda en relación con el PIB



Fuentes: Cálculos del BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.

1) Los saldos en el trimestre t se expresan en porcentaje de la suma del PIB en t y los tres trimestres anteriores.

# TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

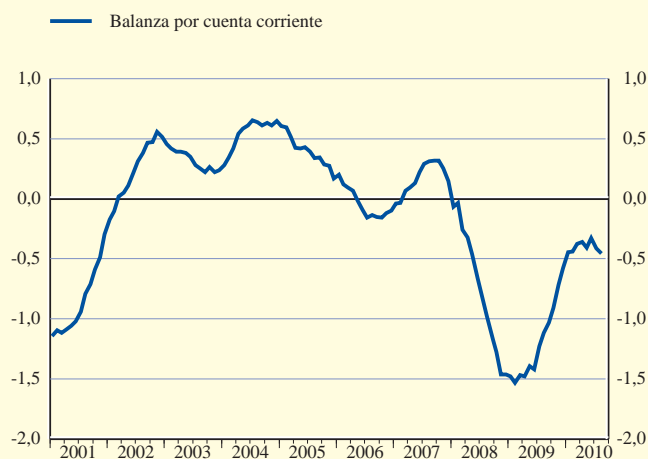
## 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas	Transf. corrientes			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	10,7	45,6	46,9	6,3	-88,2	4,6	15,3	-2,6	-90,1	127,1	-66,9	32,3	-5,1	-12,6
2008	-133,9	-18,3	42,1	-58,3	-99,4	9,8	-124,2	116,8	-240,3	303,8	-75,0	131,7	-3,4	7,3
2009	-49,8	39,4	32,2	-28,7	-92,6	6,1	-43,7	31,0	-74,5	264,8	51,5	-215,4	4,6	12,6
2009 II	-29,4	13,4	8,5	-28,9	-22,4	1,8	-27,6	24,5	2,2	96,6	27,3	-100,1	-1,4	3,0
III	-0,4	13,9	11,9	-3,4	-22,7	1,2	0,8	-22,2	-25,7	57,3	2,0	-56,1	0,3	21,4
IV	11,7	19,9	9,1	2,3	-19,6	1,0	12,7	-12,0	11,6	30,7	8,6	-62,9	0,0	-0,7
2010 I	-21,8	2,7	3,7	7,1	-35,3	2,5	-19,3	22,1	-40,3	16,6	3,9	46,5	-4,6	-2,8
II	-23,1	3,9	11,9	-18,1	-20,8	1,9	-21,3	46,5	-37,6	101,7	6,5	-25,1	1,0	-25,2
2009 Ago	-5,7	-1,9	4,0	0,4	-8,3	0,5	-5,3	-8,0	-1,9	28,9	-8,3	-27,3	0,8	13,2
Sep	-4,1	1,7	3,7	-2,0	-7,5	0,5	-4,2	3,7	-34,0	53,6	3,2	-22,4	3,3	0,5
Oct	0,5	8,4	3,1	2,1	-13,1	-0,3	0,3	4,4	7,3	6,7	1,7	-10,7	-0,7	-4,6
Nov	-0,6	5,3	1,1	-0,9	-6,1	0,9	0,3	6,0	-4,8	-0,9	0,8	9,3	1,5	-6,3
Dic	11,8	6,2	5,0	1,2	-0,5	0,4	12,2	-22,3	9,1	24,9	6,1	-61,6	-0,8	10,2
2010 Ene	-13,6	-7,6	0,7	2,0	-8,6	1,5	-12,1	22,2	-5,0	26,9	3,9	-5,2	1,5	-10,1
Feb	-7,2	4,3	1,2	3,6	-16,3	0,8	-6,4	-0,5	-3,3	-6,6	0,3	12,8	-3,6	6,9
Mar	-1,0	6,0	1,8	1,5	-10,4	0,2	-0,8	0,4	-32,0	-3,6	-0,3	38,9	-2,5	0,4
Abr	-6,4	1,1	2,9	-2,3	-8,2	-0,4	-6,8	16,5	-14,5	45,7	0,3	-15,0	-0,1	-9,7
May	-17,3	-1,2	3,9	-13,9	-6,1	1,8	-15,5	24,9	-12,1	63,0	-0,4	-25,5	-0,1	-9,3
Jun	0,6	3,9	5,0	-1,9	-6,5	0,4	1,1	5,1	-11,0	-7,0	6,5	15,4	1,1	-6,2
Jul	3,4	7,6	4,0	-0,7	-7,5	1,6	4,9	4,8	-0,6	-17,0	1,0	24,5	-3,1	-9,8
Ago	-10,5	-3,8	2,5	0,2	-9,4	0,3	-10,2	10,3	-11,0	10,2	3,9	8,7	-1,6	0,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Ago	-44,4	31,9	34,9	-11,0	-100,1	7,1	-37,3	75,4	-111,9	196,0	27,1	-30,8	-5,0	-38,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Ago	-0,5	0,4	0,4	-0,1	-1,1	0,1	-0,4	0,8	-1,2	2,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,4

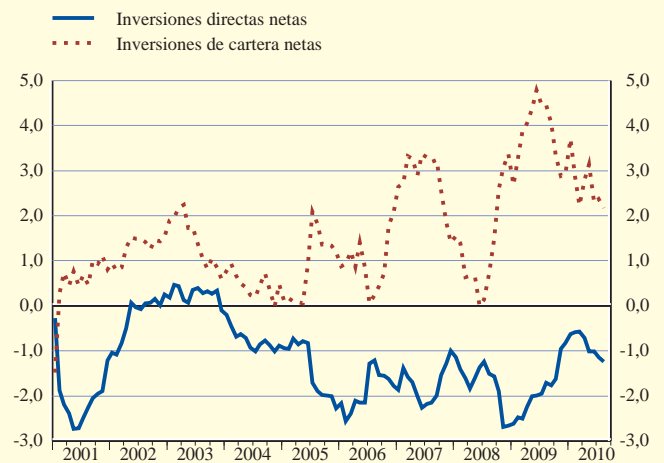
### G32 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G33 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital

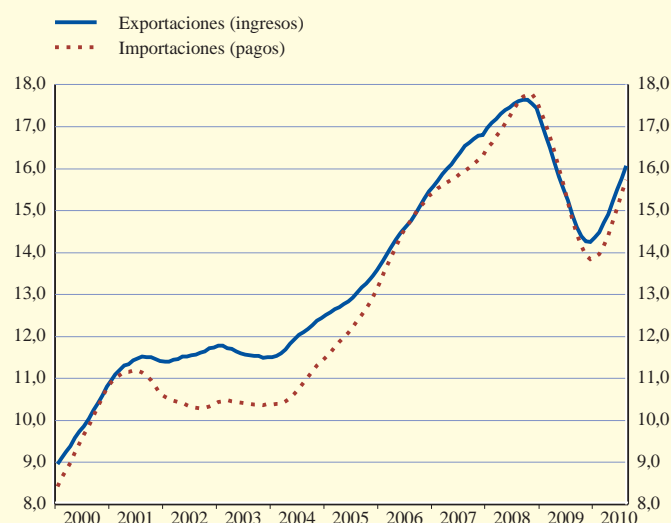
(mm de euros; transacciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital		
	Total			Bienes		Servicios		Rentas		Transferencias corrientes			Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Remesas de trabajadores			Remesas de trabajadores
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	2.707,8	2.697,2	10,7	1.518,8	1.473,2	494,2	447,2	604,0	597,7	90,9	6,4	179,0	20,7	25,6	21,0
2008	2.728,6	2.862,5	-133,9	1.580,9	1.599,2	513,0	470,9	546,0	604,3	88,6	6,8	188,1	21,6	24,4	14,7
2009	2.259,1	2.308,9	-49,8	1.291,3	1.251,9	469,0	436,8	405,8	434,6	93,0	6,0	185,6	22,4	19,6	13,5
2009 II	555,5	584,8	-29,4	312,3	298,9	115,3	106,8	107,4	136,3	20,5	1,5	42,9	5,7	4,9	3,1
III	555,2	555,6	-0,4	322,6	308,8	124,3	112,4	93,3	96,7	15,0	1,6	37,7	5,7	3,8	2,7
IV	599,2	587,5	11,7	348,6	328,7	120,8	111,7	97,8	95,5	32,0	1,5	51,6	5,8	6,0	5,0
2010 I	580,0	601,8	-21,8	348,6	345,9	111,0	107,3	99,2	92,0	21,3	1,4	56,6	5,2	5,3	2,8
II	637,8	660,9	-23,1	386,4	382,5	127,2	115,3	106,8	124,8	17,4	1,6	38,3	5,3	5,1	3,2
2010 Jun	229,2	228,6	0,6	140,0	136,0	46,3	41,2	37,6	39,5	5,4	.	11,9	.	1,7	1,3
Jul	223,2	219,8	3,4	140,0	132,4	45,7	41,7	32,7	33,4	4,8	.	12,3	.	2,4	0,9
Ago	201,2	211,7	-10,5	122,3	126,1	43,7	41,3	30,5	30,3	4,7	.	14,1	.	1,1	0,9
	<b>Datos desestacionalizados</b>														
2009 IV	570,3	572,4	-2,1	332,6	318,1	117,5	108,7	93,5	97,8	26,8	.	47,9	.	.	.
2010 I	607,6	613,0	-5,4	363,5	353,2	121,6	112,0	102,6	100,6	20,0	.	47,2	.	.	.
II	640,7	657,8	-17,1	389,3	388,2	128,3	118,0	104,1	106,1	19,1	.	45,6	.	.	.
2010 Jun	218,2	223,8	-5,7	133,7	132,7	43,8	40,5	35,5	35,2	5,1	.	15,4	.	.	.
Jul	216,3	220,5	-4,1	133,3	130,4	41,6	39,2	34,6	36,0	6,8	.	14,9	.	.	.
Ago	210,5	218,0	-7,5	130,1	129,2	40,9	39,4	32,4	33,8	7,0	.	15,5	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Ago	2.428,1	2.469,3	-41,2	1.452,8	1.421,6	488,5	453,9	399,2	408,5	87,5	.	185,3	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Ago	26,9	27,3	-0,5	16,1	15,7	5,4	5,0	4,4	4,5	1,0	.	2,1	.	.	.

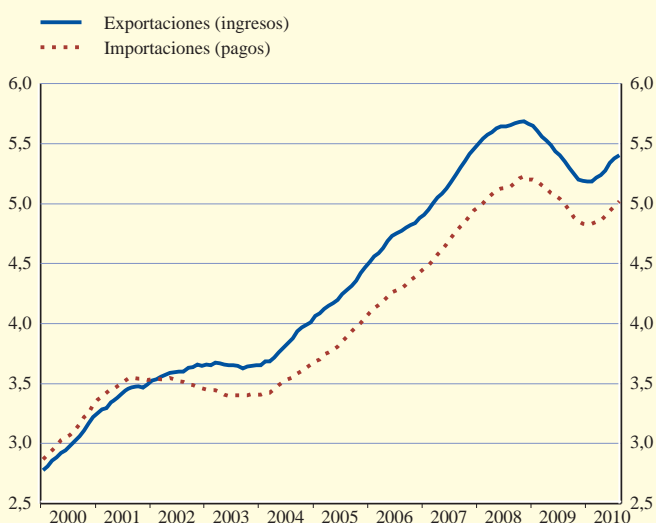
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G35 Balanza de pagos de la zona del euro: servicios

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

**7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital**

(mm de euros)

**2. Cuenta de rentas**  
(transacciones)

	Rentas del trabajo		Rentas de la inversión													
	Ingresos	Pagos	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Ingresos	Pagos	Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Acciones y participaciones		Valores distintos de acciones		Ingresos	Pagos		
	Ingresos	Pagos			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos				
			Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2007	18,8	11,2	585,2	586,4	212,4	71,3	137,2	42,8	28,6	26,8	45,3	113,8	118,7	110,6	180,3	197,9
2008	19,1	11,8	526,9	592,5	155,5	12,6	127,1	27,0	30,7	25,9	43,2	120,5	125,0	123,7	172,5	195,2
2009	19,2	12,9	386,7	421,7	133,9	8,5	100,5	17,4	20,3	22,3	27,3	76,7	102,3	129,0	102,9	93,2
2009 II	4,7	2,9	102,7	133,4	36,1	-2,3	29,7	0,8	5,5	7,4	8,5	37,1	25,2	33,1	27,5	26,1
III	4,7	3,8	88,6	92,9	30,1	6,2	24,2	5,7	4,4	4,6	6,4	13,3	25,7	32,1	21,9	18,7
IV	5,1	3,9	92,8	91,7	35,4	0,0	24,5	0,6	5,3	5,1	6,0	13,9	24,5	30,0	21,6	18,2
2010 I	4,9	2,2	94,3	89,8	39,0	-1,4	25,0	3,4	4,5	4,3	6,0	12,0	25,0	32,3	19,8	16,2
II	4,8	2,7	102,0	122,1	41,6	-5,7	28,6	-3,3	4,7	5,0	9,8	38,5	26,1	33,3	19,7	16,6

**3. Desagregación geográfica**  
(transacciones acumuladas)

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
		Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
III 2009 a II 2010	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Ingresos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.372,2	814,3	45,8	72,0	393,2	245,2	58,2	41,4	31,1	101,1	33,1	49,0	76,3	176,2	317,6	732,1
Bienes	1.406,2	458,6	28,2	46,1	193,6	190,5	0,2	23,2	16,7	82,9	24,6	31,4	54,9	88,9	164,2	460,7
Servicios	483,3	160,5	10,8	12,9	104,1	26,9	5,7	7,3	7,0	13,2	6,7	10,8	14,2	51,1	72,1	140,5
Rentas	397,1	133,7	6,1	11,8	83,9	24,4	7,6	10,4	6,6	4,8	1,7	6,5	6,8	28,8	76,4	121,3
Rentas de la inversión	377,6	127,0	6,0	11,6	82,2	23,7	3,4	10,4	6,6	4,7	1,7	6,4	6,7	21,2	74,5	118,3
Transferencias corrientes	85,6	61,5	0,6	1,2	11,6	3,3	44,8	0,4	0,9	0,3	0,1	0,3	0,4	7,3	4,9	9,6
<b>Cuenta de capital</b>	20,3	17,0	0,0	0,0	0,9	0,3	15,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	2,3
<b>Pagos</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	2.405,8	762,3	40,3	67,3	334,2	222,8	97,7	-	25,6	-	-	85,8	-	160,3	314,6	-
Bienes	1.365,9	389,3	26,3	40,4	147,0	175,6	0,0	22,1	10,8	170,0	20,1	44,9	94,4	75,9	119,4	418,9
Servicios	446,8	133,2	7,3	10,2	83,0	32,4	0,2	5,5	5,8	10,8	4,7	8,1	8,4	42,6	93,3	134,4
Rentas	409,0	128,5	6,0	15,6	91,2	10,5	5,3	-	7,2	-	-	32,4	-	35,2	95,6	-
Rentas de la inversión	396,5	120,7	5,9	15,5	89,3	4,7	5,3	-	7,1	-	-	32,3	-	34,6	94,5	-
Transferencias corrientes	184,2	111,3	0,7	1,1	13,0	4,3	92,1	1,5	1,8	2,8	0,7	0,4	0,6	6,6	6,3	52,2
<b>Cuenta de capital</b>	13,7	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,2	9,0
<b>Neto</b>																
<b>Cuenta corriente</b>	-33,6	52,1	5,5	4,7	59,0	22,4	-39,4	-	5,5	-	-	-36,8	-	15,9	2,9	-
Bienes	40,3	69,3	1,9	5,7	46,6	15,0	0,2	1,1	5,8	-87,2	4,5	-13,5	-39,4	13,0	44,8	41,8
Servicios	36,5	27,2	3,5	2,7	21,1	-5,5	5,5	1,8	1,2	2,3	2,1	2,7	5,8	8,5	-21,2	6,1
Rentas	-12,0	5,2	0,2	-3,8	-7,3	14,0	2,2	-	-0,6	-	-	-25,9	-	-6,4	-19,2	-
Rentas de la inversión	-18,8	6,3	0,2	-3,9	-7,1	18,9	-1,9	-	-0,5	-	-	-25,8	-	-13,3	-20,0	-
Transferencias corrientes	-98,5	-49,7	-0,1	0,1	-1,4	-1,0	-47,3	-1,1	-0,9	-2,6	-0,7	-0,1	-0,2	0,7	-1,5	-42,6
<b>Cuenta de capital</b>	6,6	14,6	-0,1	-0,1	0,0	0,1	14,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-6,7

Fuente: BCE.

## 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones y otros flujos en el período)

### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>b)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,5	-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	13.994,5	15.268,8	-1.274,3	155,2	169,3	-14,1	3.725,2	3.215,5	4.630,1	6.541,2	-28,9	5.321,0	5.512,2	347,2
2008	13.344,9	14.985,6	-1.640,7	144,3	162,1	-17,7	3.888,0	3.313,4	3.727,4	5.941,5	-29,8	5.385,1	5.730,6	374,2
2009	13.760,1	15.208,0	-1.447,8	153,6	169,8	-16,2	4.261,0	3.472,5	4.225,8	6.741,2	-45,4	4.856,4	4.994,2	462,4
2010 I	14.413,1	15.737,6	-1.324,6	160,4	175,2	-14,7	4.375,9	3.486,5	4.493,4	7.048,2	-39,0	5.084,1	5.202,9	498,7
II	14.932,8	16.055,1	-1.122,3	164,9	177,3	-12,4	4.525,2	3.520,8	4.614,0	7.138,5	-49,8	5.260,1	5.395,8	583,3
<b>Variaciones de los saldos vivos</b>														
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	1.610,2	1.869,0	-258,8	17,9	20,7	-2,9	571,8	486,1	258,0	591,2	-8,2	767,2	791,8	21,4
2008	-649,6	-283,2	-366,4	-7,0	-3,1	-4,0	162,9	98,0	-902,7	-599,6	-0,9	64,1	218,5	27,0
2009	415,2	222,3	192,9	4,6	2,5	2,2	372,9	159,1	498,4	799,6	-15,6	-528,7	-736,4	88,2
2010 I	653,0	529,7	123,3	29,5	23,9	5,6	114,9	14,0	267,6	307,0	6,4	227,8	208,7	36,3
II	519,7	317,5	202,2	22,6	13,8	8,8	149,4	34,3	120,6	90,3	-10,8	176,0	192,9	84,7
<b>Transacciones</b>														
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	1.942,6	1.940,0	2,6	21,5	21,5	0,0	511,5	421,4	438,9	566,1	66,9	920,2	952,6	5,1
2008	407,8	524,7	-116,8	4,4	5,7	-1,3	333,7	93,4	-15,0	288,9	75,0	10,8	142,4	3,4
2009	-213,4	-182,3	-31,0	-2,4	-2,0	-0,3	288,3	213,8	78,6	343,4	-51,5	-524,2	-739,6	-4,6
2009 IV	40,7	28,7	12,0	1,8	1,2	0,5	48,2	59,8	32,9	63,6	-8,6	-31,8	-94,7	0,0
2010 I	182,8	204,9	-22,1	8,3	9,3	-1,0	38,8	-1,5	61,0	77,6	-3,9	82,3	128,8	4,6
II	67,3	113,8	-46,5	2,9	4,9	-2,0	60,2	22,7	-16,3	85,4	-6,5	30,9	5,8	-1,0
2010 Abr	116,1	132,6	-16,5	.	.	.	18,4	3,9	8,9	54,6	-0,3	89,1	74,1	0,1
May	106,1	131,0	-24,9	.	.	.	27,4	15,3	-19,2	43,8	0,4	97,5	71,9	0,1
Jun	-154,9	-149,8	-5,1	.	.	.	14,5	3,5	-5,9	-13,0	-6,5	-155,8	-140,3	-1,1
Jul	-13,5	-8,6	-4,8	.	.	.	8,4	7,9	21,3	4,4	-1,0	-45,3	-20,9	3,1
Ago	113,0	123,2	-10,3	.	.	.	16,0	5,0	21,8	32,0	-3,9	77,6	86,2	1,6
<b>Otros flujos</b>														
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	-332,4	-71,0	-261,4	-3,7	-0,8	-2,9	60,3	64,7	-180,9	25,1	-75,1	-153,0	-160,8	16,3
2008	-1.057,4	-807,8	-249,6	-11,4	-8,7	-2,7	-170,8	4,6	-887,8	-888,5	-75,8	53,3	76,0	23,7
2009	628,6	404,7	223,9	7,0	4,5	2,5	84,7	-54,7	419,8	456,2	35,9	-4,5	3,2	92,7
<b>Otros flujos debidos a variaciones de tipo de cambio</b>														
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-521,9	-339,5	-182,4	-5,8	-3,8	-2,0	-104,1	-17,1	-217,4	-146,9	.	-186,7	-175,5	-13,7
2008	-39,4	55,1	-94,5	-0,4	0,6	-1,0	-20,1	-9,6	6,8	47,4	.	-35,4	17,3	9,2
2009	-45,8	-49,7	3,9	-0,5	-0,6	0,0	-4,8	1,7	-28,4	-27,5	.	-10,1	-23,9	-2,5
<b>Otros flujos debidos a variaciones de los precios</b>														
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	78,7	113,4	-34,7	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.021,5	-1.018,4	-3,1	-11,0	-11,0	0,0	-154,5	-94,8	-812,8	-923,6	-75,8	.	.	21,5
2009	622,1	494,0	128,1	6,9	5,5	1,4	137,9	44,5	402,2	449,5	35,9	.	.	46,1
<b>Otros flujos debidos a otros ajustes</b>														
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	110,8	155,1	-44,3	1,2	1,7	-0,5	119,2	76,0	-40,8	64,4	.	33,7	14,7	-1,3
2008	3,5	155,5	-152,0	0,0	1,7	-1,6	3,8	109,0	-81,8	-12,3	.	88,7	58,8	-7,1
2009	52,3	-39,6	91,9	0,6	-0,4	1,0	-48,5	-100,9	46,0	34,3	.	5,6	27,0	49,2
<b>Tasas de crecimiento de los saldos vivos</b>														
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	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,3	20,2	1,6
2008	2,9	3,4	-	.	.	.	9,1	2,9	-0,6	4,6	.	0,2	2,7	1,0
2009 IV	-1,6	-1,2	-	.	.	.	7,4	6,6	2,0	5,8	.	-9,7	-12,8	-1,2
2010 I	1,1	1,1	-	.	.	.	5,7	5,5	4,6	6,2	.	-4,2	-7,0	1,3
II	2,2	2,2	-	.	.	.	5,2	3,6	3,4	5,3	.	-0,5	-2,3	0,7

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.



### 7.3 Cuenta financiera

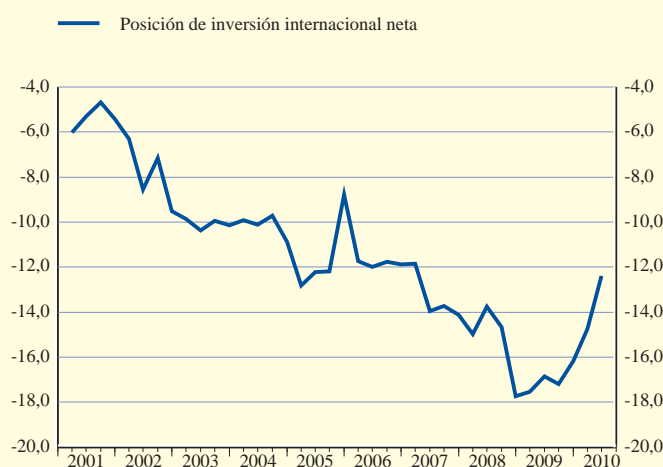
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 2. Inversiones directas

	Por residentes en el exterior							Por no residentes en la zona del euro						
	Total	Acciones y participaciones de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (princip. préstamos entre empresas relacionadas)			Total	Acciones y particip. de capital y beneficios reinvertidos			Otro capital (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)		
		Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM		Total	En IFM	En no IFM	Total	A IFM	A no IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
2008	3.888,0	3.015,7	213,1	2.802,6	872,3	13,0	859,4	3.313,4	2.354,7	64,5	2.290,1	958,8	18,3	940,4
2009	4.261,0	3.290,8	227,5	3.063,3	970,2	14,4	955,8	3.472,5	2.526,0	76,3	2.449,7	946,6	17,8	928,8
2010 I	4.375,9	3.380,3	243,3	3.137,0	995,6	15,1	980,5	3.486,5	2.611,7	80,4	2.531,2	874,8	17,8	857,1
II	4.525,2	3.477,8	255,2	3.222,6	1.047,5	16,5	1.031,0	3.520,8	2.629,5	80,3	2.549,2	891,3	16,1	875,2
<b>Transacciones</b>														
2007	511,5	388,8	18,9	369,8	122,8	-0,1	122,9	421,4	314,6	5,3	309,3	106,8	1,4	105,4
2008	333,7	214,3	20,4	193,9	119,4	-0,3	119,7	93,4	70,0	-1,2	71,2	23,4	1,6	21,8
2009	288,3	215,7	15,4	200,3	72,6	3,4	69,2	213,8	214,9	7,4	207,5	-1,1	-0,6	-0,5
2009 IV	48,2	55,2	-0,1	55,3	-7,0	1,6	-8,7	59,8	69,8	2,9	66,9	-10,1	-0,1	-10,0
2010 I	38,8	8,8	6,1	2,7	30,0	0,2	29,7	-1,5	60,7	1,5	59,2	-62,2	-0,2	-62,0
II	60,2	17,4	-0,7	18,0	42,9	0,5	42,4	22,7	11,7	2,2	9,5	11,0	-2,4	13,4
2010 Abr	18,4	7,4	0,8	6,6	10,9	0,3	10,6	3,9	5,9	0,5	5,4	-2,0	1,5	-3,5
May	27,4	11,8	-1,5	13,4	15,5	0,2	15,3	15,3	3,4	0,8	2,6	11,9	-1,6	13,5
Jun	14,5	-1,9	0,1	-2,0	16,4	0,0	16,5	3,5	2,4	0,9	1,5	1,1	-2,2	3,3
Jul	8,4	7,8	0,3	7,5	0,6	0,2	0,4	7,9	6,8	1,0	5,7	1,1	-0,8	1,9
Ago	16,0	20,7	0,5	20,2	-4,7	-0,1	-4,6	5,0	4,6	0,1	4,5	0,3	0,8	-0,5
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2007	15,8	14,8	8,2	15,5	19,9	-58,9	20,1	15,1	15,1	8,6	15,3	15,4	6,4	15,5
2008	9,1	7,3	9,1	7,2	15,9	-1,0	16,2	2,9	2,9	-1,7	3,1	2,9	9,2	2,8
2009 IV	7,4	7,1	7,3	7,1	8,3	26,3	8,1	6,6	9,3	11,3	9,2	-0,1	-3,2	-0,1
2010 I	5,7	5,9	5,3	6,0	5,1	20,1	4,8	5,5	10,3	11,7	10,3	-6,7	-4,9	-6,8
II	5,2	3,9	1,9	4,1	9,3	19,0	9,1	3,6	7,3	12,6	7,2	-5,9	-19,3	-5,6

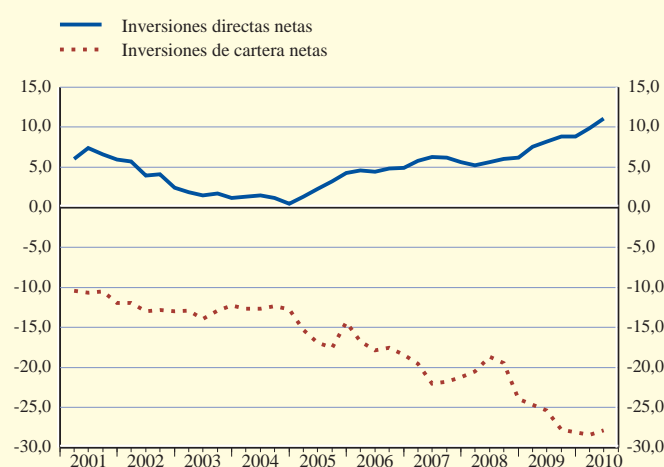
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



#### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Valores distintos de acciones															
	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario				
				Euro-sistema	AAPP			Total	IFM	Euro-sistema	AAPP	No IFM	Total	IFM	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)																
2008	3.727,4	1.128,6	68,4	3,0	1.060,1	27,1	2.164,2	965,0	20,0	1.199,2	18,4	434,6	358,0	61,6	76,6	1,3
2009	4.225,8	1.488,5	76,2	3,4	1.412,3	34,4	2.339,3	917,5	17,0	1.421,8	36,4	398,0	327,2	44,9	70,8	2,0
2010 I	4.493,4	1.641,9	90,7	3,6	1.551,2	39,1	2.439,3	934,8	17,3	1.504,5	36,4	412,3	342,0	41,0	70,3	0,6
II	4.614,0	1.648,2	80,4	3,5	1.567,8	43,6	2.538,5	931,2	16,9	1.607,3	45,9	427,3	336,4	43,6	90,9	0,3
Transacciones																
2007	438,9	62,5	26,7	0,0	35,7	8,2	293,2	148,0	4,9	145,2	3,3	83,3	63,4	26,3	19,8	0,8
2008	-15,0	-106,5	-36,0	0,6	-70,5	-0,2	81,2	40,9	3,2	40,3	2,6	10,3	35,1	15,1	-24,8	0,4
2009	78,6	45,5	-3,6	-0,2	49,1	1,5	24,7	-99,9	-3,4	124,7	17,6	8,4	11,7	-12,7	-3,3	1,0
2009 IV	32,9	34,8	-0,1	-0,2	34,9	0,4	18,7	-18,2	-0,5	36,9	-1,1	-20,6	-19,3	1,3	-1,3	0,8
2010 I	61,0	36,4	9,5	0,0	26,8	1,0	46,5	3,2	0,2	43,3	-1,6	-21,9	-19,1	-6,1	-2,8	-1,5
II	-16,3	-7,9	-5,9	-0,2	-2,0	2,7	-2,5	-36,4	-0,7	33,8	0,6	-5,9	-17,1	-2,6	11,2	-0,3
2010 Abr	8,9	2,2	-1,3	-0,2	3,5	.	4,4	-3,7	0,8	8,1	.	2,3	-4,1	0,7	6,4	.
May	-19,2	-13,1	-2,0	0,0	-11,1	.	-6,9	-23,3	1,2	16,4	.	0,8	-5,2	2,8	6,0	.
Jun	-5,9	3,0	-2,6	0,0	5,6	.	0,0	-9,4	-2,7	9,4	.	-9,0	-7,8	-6,1	-1,2	.
Jul	21,3	-1,7	-4,0	0,0	2,3	.	-2,7	-14,1	-0,4	11,4	.	25,8	13,8	-3,6	12,0	.
Ago	21,8	-0,1	-2,2	0,0	2,1	.	14,2	-1,5	0,8	15,7	.	7,6	24,3	5,0	-16,7	.
Tasas de crecimiento																
2007	10,0	3,2	22,2	-0,5	1,9	21,3	14,1	16,7	38,9	12,2	23,2	24,4	24,0	104,0	29,4	277,4
2008	-0,6	-6,4	-27,8	24,6	-4,8	-0,4	3,6	4,2	20,3	3,1	15,7	2,8	12,0	41,9	-27,7	71,1
2009 IV	2,0	3,3	-5,6	-7,2	3,8	5,4	1,0	-10,2	-17,1	10,2	95,3	1,4	2,6	-22,0	-4,5	73,1
2010 I	4,6	9,2	19,1	-7,0	8,7	7,0	4,4	-5,5	-5,1	12,0	-10,5	-9,3	-9,1	-32,1	-10,5	-67,0
II	3,4	8,3	11,3	-10,9	8,1	12,3	4,3	-6,1	-10,0	11,5	-8,6	-14,8	-17,5	-34,3	-2,2	-81,5

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Valores distintos de acciones													
	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones									
		Total	IFM		No IFM		Bonos y obligaciones					Instrumentos del mercado monetario		
					AAPP			Total	IFM	No IFM	AAPP	Total	IFM	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2008	5.941,5	2.186,0	616,9	1.569,1	3.373,3	1.198,2	2.175,1	1.428,2	382,3	62,0	320,3	271,7		
2009	6.741,2	2.752,2	686,6	2.065,6	3.461,6	1.132,1	2.329,5	1.478,0	527,3	67,8	459,5	425,0		
2010 I	7.048,2	2.829,3	665,4	2.163,9	3.683,2	1.160,2	2.522,9	1.617,8	535,8	99,0	436,8	395,8		
II	7.138,5	2.781,1	682,3	2.098,8	3.857,3	1.176,8	2.680,6	1.748,3	500,1	79,7	420,4	380,8		
Transacciones														
2007	566,1	164,4	34,0	130,4	341,1	154,4	186,7	126,5	60,5	52,1	8,4	20,8		
2008	288,9	-101,1	84,4	-185,6	209,2	7,3	202,0	185,6	180,7	-33,4	214,1	191,4		
2009	343,4	82,7	3,6	79,0	141,8	6,0	135,8	98,0	119,0	-14,9	133,8	157,5		
2009 IV	63,6	31,5	-7,3	38,8	13,9	3,0	10,9	7,7	18,2	16,2	2,1	3,3		
2010 I	77,6	0,3	-16,7	17,0	70,4	14,7	55,7	82,0	6,9	37,0	-30,1	-21,3		
II	85,4	3,8	2,0	1,7	90,4	-7,0	97,4	103,6	-8,8	-9,4	0,6	-6,8		
2010 Abr	54,6	-7,9	-2,3	-5,6	51,0	13,3	37,7	.	11,6	4,8	6,8	.		
May	43,8	-10,8	-9,6	-1,2	40,2	-8,7	48,9	.	14,3	0,7	13,7	.		
Jun	-13,0	22,5	13,9	8,5	-0,7	-11,6	10,8	.	-34,7	-14,8	-19,9	.		
Jul	4,4	4,9	5,3	-0,3	-37,2	-7,8	-29,5	.	36,7	13,9	22,8	.		
Ago	32,0	21,6	16,9	4,7	-8,3	13,0	-21,3	.	18,8	-4,4	23,1	.		
Tasas de crecimiento														
2007	9,4	5,4	5,8	5,1	12,6	15,7	10,8	12,7	29,2	49,6	12,4	33,9		
2008	4,6	-4,2	14,9	-8,6	7,0	0,7	11,0	16,8	75,6	-24,9	207,5	255,5		
2009 IV	5,8	3,6	0,6	4,7	4,2	0,5	6,2	6,9	31,2	-32,0	41,6	58,2		
2010 I	6,2	6,1	-2,3	9,4	4,2	2,9	4,8	9,9	25,5	75,5	15,2	23,3		
II	5,3	4,5	-2,1	7,0	5,1	1,9	6,5	12,4	13,5	73,0	4,6	9,1		

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 5. Otras inversiones: Activos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros activos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos	Total	Créditos comerciales	Préstamos/efectivo y depósitos	Efectivo y depósitos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2008	5.385,1	28,8	27,7	1,0	3.273,5	3.214,3	59,2	90,7	12,3	42,6	8,8	1.992,1	188,5	1.610,1	432,1
2009	4.856,4	29,7	29,4	0,3	2.837,3	2.806,8	30,5	109,0	8,4	63,6	11,3	1.880,4	192,0	1.504,1	398,5
2010 I	5.084,1	24,1	23,8	0,3	2.971,9	2.938,2	33,7	106,6	8,4	59,6	7,8	1.981,4	196,5	1.576,6	413,2
II	5.260,1	24,3	24,0	0,3	3.079,5	3.045,1	34,3	114,4	8,6	65,7	13,0	2.041,9	209,3	1.622,9	439,8
Transacciones															
2007	920,2	22,0	22,0	0,0	538,1	530,9	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	367,9	14,0	340,8	64,7
2008	10,8	-9,3	-9,3	0,0	-42,1	-58,7	16,6	-5,7	-1,1	-6,0	-4,8	67,9	0,2	62,1	-61,7
2009	-524,2	-0,3	-0,3	0,0	-421,6	-401,2	-20,5	10,9	-0,4	9,5	1,3	-113,2	-1,4	-115,6	-55,7
2009 IV	-31,8	5,5	5,5	0,0	-9,2	-7,1	-2,2	6,7	0,0	6,4	1,1	-34,8	0,4	-36,9	-30,1
2010 I	82,3	-7,0	-7,0	0,0	55,7	52,6	3,2	-6,9	-0,1	-7,7	-3,7	40,5	1,7	26,5	1,3
II	30,9	-3,4	-3,4	0,0	2,4	-5,0	7,4	5,7	0,0	5,5	5,2	26,1	9,4	18,8	6,6
2010 Abr	89,1	1,1	.	.	70,0	.	.	5,1	.	.	5,0	12,9	.	.	13,6
May	97,5	-3,9	.	.	72,7	.	.	0,2	.	.	0,0	28,5	.	.	6,5
Jun	-155,8	-0,6	.	.	-140,3	.	.	0,4	.	.	0,2	-15,3	.	.	-13,5
Jul	-45,3	2,0	.	.	-51,0	.	.	6,3	.	.	-1,5	-2,7	.	.	-0,4
Ago	77,6	-0,9	.	.	71,6	.	.	0,6	.	.	1,0	6,4	.	.	14,1
Tasas de crecimiento															
2007	20,3	157,3	173,7	-1,7	18,3	18,4	11,3	-6,6	-9,7	-12,6	-28,6	25,1	7,5	29,7	16,2
2008	0,2	-26,0	-26,7	5,0	-1,3	-1,8	23,5	-6,1	-8,9	-12,3	-35,2	3,7	0,1	4,2	-14,0
2009 IV	-9,7	-1,8	-2,7	0,2	-12,8	-12,4	-36,9	11,4	-3,4	19,5	12,9	-5,7	-0,8	-7,3	-13,3
2010 I	-4,2	-2,5	-2,5	1,6	-4,0	-3,6	-27,8	-2,6	-3,8	-7,8	-62,2	-4,6	1,9	-6,9	-14,7
II	-0,5	-36,7	-37,0	-2,5	-1,0	-1,2	17,7	6,5	-3,9	10,4	-13,6	0,5	5,5	-0,6	-8,2

#### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total	Eurosistema			IFM (excluido Eurosistema)			AAPP				Otros sectores			
		Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Préstamos/ efectivo y depósitos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos	Total	Créditos comerciales	Préstamos	Otros pasivos
Saldos vivos (posición de inversión internacional)															
2008	5.730,6	497,5	497,2	0,3	3.756,8	3.702,9	53,9	62,0	0,0	58,0	4,0	1.414,3	177,8	1.058,0	178,5
2009	4.994,2	267,2	266,8	0,3	3.392,6	3.354,1	38,5	71,1	0,0	67,1	4,0	1.263,3	175,0	909,9	178,5
2010 I	5.202,9	267,1	266,4	0,8	3.578,2	3.534,8	43,4	77,5	0,0	72,9	4,6	1.280,1	177,4	911,3	191,4
II	5.395,8	275,6	274,9	0,7	3.718,2	3.669,2	49,0	86,3	0,0	81,1	5,1	1.315,7	186,8	946,9	182,0
Transacciones															
2007	952,6	90,4	90,4	0,0	621,3	616,6	4,6	-0,9	0,0	-2,0	1,1	241,8	10,0	232,9	-1,0
2008	142,4	282,3	282,2	0,1	-174,9	-186,1	11,2	9,4	0,0	10,8	-1,4	25,6	9,5	16,1	-0,1
2009	-739,6	-232,5	-232,6	0,2	-353,5	-342,1	-11,3	11,4	0,0	11,6	-0,1	-165,1	-2,3	-147,9	-14,9
2009 IV	-94,7	-13,1	-12,9	-0,2	-83,6	-84,3	0,7	-4,7	0,0	-5,4	0,7	6,7	1,0	8,8	-3,1
2010 I	128,8	-5,3	-5,7	0,4	104,1	99,2	4,9	4,5	0,0	4,9	-0,4	25,5	-0,4	17,0	8,9
II	5,8	-0,3	-0,3	0,0	-12,8	-14,1	1,3	8,8	0,0	7,8	1,0	10,0	8,0	2,9	-0,9
2010 Abr	74,1	2,1	.	.	87,8	.	.	1,7	.	.	.	-17,6	.	.	.
May	71,9	9,7	.	.	40,1	.	.	6,9	.	.	.	15,3	.	.	.
Jun	-140,3	-12,1	.	.	-140,8	.	.	0,2	.	.	.	12,3	.	.	.
Jul	-20,9	-1,1	.	.	-32,7	.	.	1,0	.	.	.	11,9	.	.	.
Ago	86,2	-2,3	.	.	72,9	.	.	0,7	.	.	.	14,9	.	.	.
Tasas de crecimiento															
2007	20,2	71,0	71,1	-6,9	17,9	18,0	9,2	-1,7	27,4	-4,1	22,3	22,1	6,8	28,0	2,7
2008	2,7	132,9	133,0	20,8	-4,4	-4,7	17,9	18,1	-17,8	23,0	-24,7	1,9	5,6	1,6	-0,7
2009 IV	-12,8	-46,5	-46,6	42,3	-9,4	-9,2	-20,3	18,3	-148,2	19,7	-3,9	-11,5	-1,3	-13,8	-7,9
2010 I	-7,0	-37,0	-37,1	81,0	-3,7	-3,6	-8,2	-3,7	-141,7	-4,4	11,8	-7,1	0,1	-9,2	-2,0
II	-2,3	-19,5	-19,6	106,2	-1,9	-2,1	20,1	11,8	-143,4	11,5	13,6	0,1	4,1	-0,1	-2,8

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en 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	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																	
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2
2010 I	498,7	287,3	347,176	52,7	12,4	146,3	9,9	10,6	126,1	0,6	99,6	26,0	-0,3	0,0	28,8	-23,0	53,0
II	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	0,6	110,8	25,5	-0,2	0,0	32,7	-24,2	56,7
2010 Ago	573,2	341,0	347,017	55,6	15,8	160,9	6,2	19,0	135,9	-	-	-	-0,2	0,0	28,7	-26,1	56,0
Sep	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	-	-	-	0,4	0,0	26,2	-22,5	53,7
<b>Transacciones</b>																	
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	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-
2009 IV	0,0	0,0	-	0,7	-1,3	0,6	-1,0	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-
2010 I	4,6	0,0	-	-0,2	1,8	3,1	-2,5	2,0	3,6	0,0	1,9	1,7	-0,1	0,0	-	-	-
II	-1,0	0,0	-	0,1	3,0	-4,0	-2,0	1,3	-3,2	0,0	0,0	-3,1	-0,1	0,0	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
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	-	-2,5	105,4	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-
2009 IV	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,4	-4,4	41,1	-21,4	-7,3	1,0	-12,8	25,5	-	-	-	-	-
2010 I	1,3	-0,5	-	-3,8	51,8	1,8	-14,0	148,1	-1,6	1,0	-5,3	15,7	-	-	-	-	-
II	0,7	-0,1	-	8,1	34,9	-0,7	-28,0	56,1	-1,7	-6,1	-3,6	8,2	-	-	-	-	-

#### 8. Deuda externa bruta

	Total	Por instrumentos					Por sectores (excluidas inversiones directas)					
		Préstamos, efectivo y depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Bonos y obligaciones	Créditos comerciales	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: préstamos entre empresas relacionadas	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)	Otros sectores	
												1
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
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	9.997,1	5.150,5	242,0	2.997,1	172,3	189,4	1.245,8	1.238,2	215,4	5.222,1	2.075,7	
2008	10.924,1	5.316,1	382,3	3.373,3	177,8	236,7	1.437,9	1.762,0	497,5	5.017,0	2.209,7	
2009 IV	10.422,5	4.597,9	527,3	3.461,6	175,0	221,3	1.439,3	1.974,1	267,2	4.592,6	2.149,3	
2010 I	10.808,7	4.785,3	535,8	3.683,2	177,4	240,2	1.386,9	2.091,1	267,1	4.837,4	2.226,2	
II	11.181,2	4.972,1	500,1	3.857,3	186,8	236,9	1.427,9	2.215,3	275,6	4.974,7	2.287,7	
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2	
2007	110,8	57,1	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,4	57,9	23,0	
2008	118,2	57,5	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,1	5,4	54,3	23,9	
2009 IV	116,4	51,4	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,1	3,0	51,3	24,0	
2010 I	120,4	53,3	6,0	41,0	2,0	2,7	15,4	23,3	3,0	53,9	24,8	
II	123,7	55,0	5,5	42,7	2,1	2,6	15,8	24,5	3,0	55,0	25,3	

Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2009</b>	Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
<b>Inversiones directas</b>	788,4	120,6	2,5	-13,0	-125,4	256,8	-0,3	45,7	44,2	-28,9	129,8	-42,0	77,7	-0,3	441,6
En el exterior	4.261,0	1.427,8	34,5	123,7	988,9	280,7	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	838,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	3.290,8	1.073,9	29,1	79,8	735,3	229,7	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	629,9
Otro capital	970,2	353,9	5,3	43,9	253,6	51,0	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,1
En la zona del euro	3.472,5	1.307,2	32,0	136,7	1.114,3	23,9	0,3	73,9	4,1	106,6	293,7	826,3	463,2	0,4	397,3
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	2.526,0	1.073,2	22,6	120,9	922,4	7,1	0,3	60,9	1,1	85,5	200,9	613,2	245,2	0,2	245,8
Otro capital	946,6	234,0	9,4	15,8	191,9	16,8	0,1	13,0	3,0	21,1	92,8	213,1	218,0	0,2	151,4
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	4.225,8	1.424,6	79,0	156,4	1.000,8	89,3	99,2	95,4	47,5	181,9	107,0	1.349,1	434,1	29,3	556,8
Acc. y participaciones	1.488,5	296,9	8,8	28,8	245,2	13,4	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	468,9	193,3	1,5	275,8
Valores distintos de acciones	2.737,3	1.127,7	70,2	127,6	755,5	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,1	240,8	27,8	281,1
Bonos y obligaciones	2.339,3	979,0	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,5	225,5	27,2	254,7
Instrum. mercado monetario	398,0	148,7	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
<b>Otras inversiones</b>	-137,9	-104,4	50,0	11,4	-96,8	89,8	-159,0	0,2	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-3,8	14,1	172,8
Activos	4.856,4	2.247,1	108,6	84,7	1.847,0	190,5	16,3	26,8	31,5	95,0	238,7	687,1	599,3	61,3	869,6
AAPP	109,0	23,1	0,1	5,4	6,8	0,2	10,4	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.867,0	1.540,4	90,9	50,5	1.240,1	156,3	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	352,9	329,8	20,4	409,3
Otros sectores	1.880,4	683,6	17,5	28,8	600,1	34,0	3,3	11,5	19,1	30,4	113,1	330,8	267,6	13,6	410,6
Pasivos	4.994,2	2.351,5	58,6	73,3	1.943,8	100,7	175,2	26,5	40,3	78,0	357,2	793,6	603,1	47,1	696,8
AAPP	71,1	28,8	0,1	0,4	4,4	0,1	23,9	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.659,8	1.746,1	47,2	39,7	1.486,2	76,5	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,1	498,5	27,6	533,1
Otros sectores	1.263,3	576,5	11,2	33,2	453,2	24,1	54,8	7,1	21,2	32,0	86,7	271,3	104,3	2,6	161,6
<b>III 2009 a II 2010</b>	Transacciones acumuladas														
<b>Inversiones directas</b>	92,0	3,0	0,4	-2,0	-9,5	14,1	0,0	3,3	4,6	-0,1	15,8	44,5	7,7	-0,2	13,4
En el exterior	213,0	48,6	2,5	5,2	25,6	15,3	0,0	9,3	4,0	-1,4	29,9	54,5	14,3	0,0	53,9
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	125,4	28,1	1,5	3,7	10,0	12,9	0,0	9,4	0,4	-1,4	8,6	44,8	2,5	0,0	32,9
Otro capital	87,6	20,4	1,0	1,5	15,5	2,4	0,0	-0,1	3,5	-0,1	21,2	9,7	11,8	0,0	21,0
En la zona del euro	121,1	45,5	2,1	7,2	35,1	1,2	0,0	6,1	-0,6	-1,3	14,1	10,0	6,6	0,2	40,5
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	176,8	34,7	1,4	11,9	25,2	-3,7	0,0	5,9	0,2	2,6	13,3	42,7	54,8	0,2	22,4
Otro capital	-55,7	10,8	0,7	-4,7	10,0	4,9	0,0	0,1	-0,8	-3,9	0,7	-32,6	-48,2	0,0	18,1
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	135,4	49,0	8,7	15,5	-4,4	13,5	15,7	-4,3	6,4	-20,2	5,0	5,6	-7,2	-3,5	104,6
Acc. y participaciones	105,2	20,9	1,6	3,2	15,0	0,8	0,2	1,6	6,3	7,1	5,3	21,9	6,6	0,1	35,5
Valores distintos de acciones	30,2	28,1	7,2	12,3	-19,4	12,6	15,5	-5,9	0,0	-27,3	-0,3	-16,3	-13,8	-3,6	69,1
Bonos y obligaciones	95,8	60,4	5,6	15,6	11,8	11,8	15,6	-2,9	-0,1	-11,7	0,8	-5,8	-4,3	-3,1	62,5
Instrum. mercado monetario	-65,6	-32,3	1,5	-3,3	-31,2	0,8	-0,1	-2,9	0,2	-15,6	-1,1	-10,5	-9,5	-0,5	6,6
<b>Otras inversiones</b>	97,6	-46,9	-11,3	-9,2	-4,4	-17,4	-4,5	3,4	14,7	-11,5	44,0	90,9	55,6	-11,3	-41,3
Activos	-23,2	-7,5	-5,2	2,3	0,9	-7,0	1,6	-1,5	6,0	-8,9	-30,6	-12,8	36,6	-3,2	-1,3
AAPP	6,8	5,6	-0,2	5,3	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,7	0,8
IFM	-41,5	2,6	-7,2	-6,0	20,8	-5,8	0,7	-0,5	3,1	-10,8	-7,3	-14,7	2,8	-3,9	-12,7
Otros sectores	11,5	-15,7	2,2	3,0	-20,5	-1,3	0,8	-1,0	3,0	2,0	-23,3	2,1	33,8	0,0	10,6
Pasivos	-120,8	39,4	6,1	11,4	5,3	10,4	6,1	-4,9	-8,7	2,7	-74,7	-103,6	-19,0	8,1	40,0
AAPP	9,1	5,8	0,1	0,0	3,9	0,0	1,9	0,1	0,0	-0,1	0,1	-2,2	0,0	5,4	-0,1
IFM	-131,0	51,4	6,5	8,9	29,6	7,8	-1,4	-0,9	-10,2	1,7	-79,1	-108,4	-21,8	2,5	33,9
Otros sectores	1,1	-17,9	-0,5	2,6	-28,2	2,6	5,7	-4,1	1,6	1,1	4,3	7,0	2,9	0,1	6,1

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones)

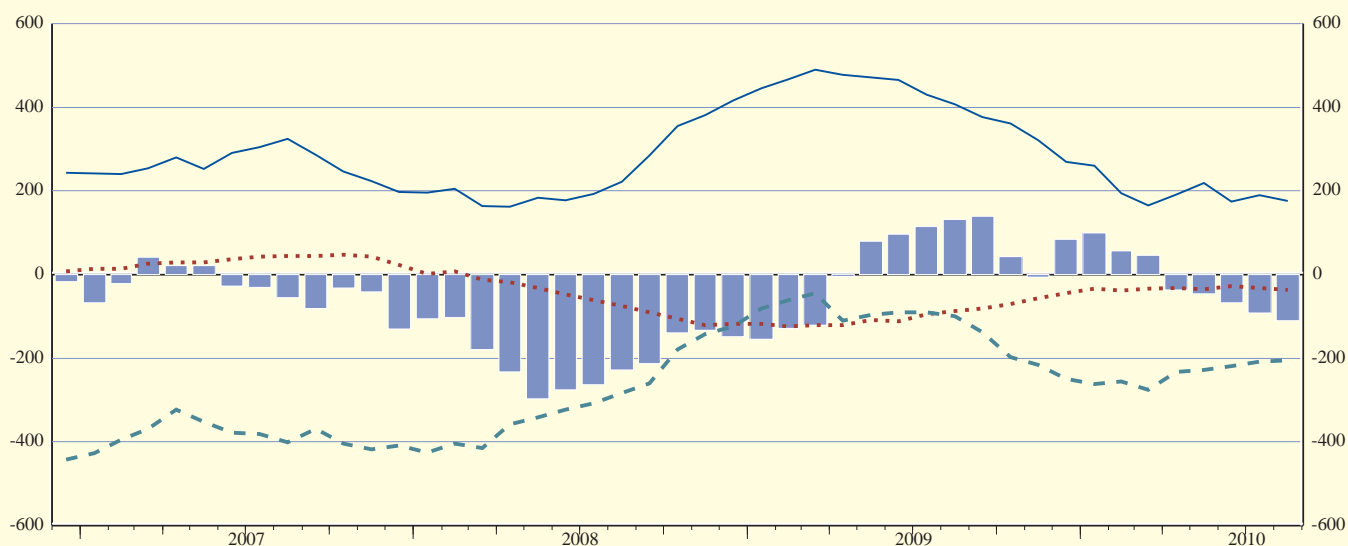
### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM								Derivados financieros	Errores y omisiones
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones			
			Por residentes en el exterior	Por no residentes en la zona del euro	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos		
					Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones	Acciones y participaciones	Valores distintos de acciones				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	-130,1	22,3	-494,4	413,7	-36,6	-165,1	131,1	197,5	-360,3	240,8	-67,2	-11,9
2008	-148,2	-117,1	-314,1	92,7	70,4	-15,0	-185,8	416,7	-62,9	35,5	-74,9	6,3
2009	84,8	-43,7	-269,5	207,0	-49,1	-121,4	79,0	269,6	102,3	-153,6	51,5	12,6
2009 II	78,7	-27,6	-70,1	78,1	-4,3	-37,1	32,8	88,8	81,2	-93,6	27,3	3,0
III	6,8	0,8	-66,7	39,0	-38,0	-30,5	62,2	38,4	19,1	-40,7	2,0	21,4
IV	42,1	12,7	-46,7	56,9	-34,9	-35,6	38,8	13,0	28,1	2,0	8,6	-0,7
2010 I	-81,8	-19,3	-32,5	-2,8	-26,8	-40,5	17,0	25,6	-33,6	30,0	3,9	-2,8
II	-33,8	-21,3	-60,4	22,9	2,0	-45,0	1,7	98,0	-31,8	18,9	6,5	-25,2
2009 Ago	15,0	-5,3	-15,4	14,8	-13,4	-12,2	28,0	15,9	11,7	-14,1	-8,3	13,2
Sep	-6,1	-4,2	-40,7	1,9	-6,3	1,9	14,2	44,0	0,0	-20,5	3,2	0,5
Oct	13,7	0,3	-15,3	23,5	-13,3	-6,8	-22,3	44,3	-26,6	32,9	1,7	-4,6
Nov	-10,6	0,3	-14,9	12,3	-7,6	-15,0	0,9	10,0	4,5	4,3	0,8	-6,3
Dic	39,0	12,2	-16,4	21,1	-14,1	-13,8	60,2	-41,3	50,1	-35,2	6,1	10,2
2010 Ene	-28,3	-12,1	-6,4	3,4	-11,5	-11,1	-3,0	29,7	-9,1	-2,0	3,9	-10,1
Feb	-11,9	-6,4	3,7	-7,3	-1,3	-5,2	17,9	-11,1	-13,9	4,5	0,3	6,9
Mar	-41,6	-0,8	-29,8	1,2	-14,0	-24,2	2,2	6,9	-10,7	27,5	-0,3	0,4
Abr	-44,4	-6,8	-17,3	1,9	-3,5	-14,4	-5,6	44,5	-18,0	-15,8	0,3	-9,7
May	5,7	-15,5	-28,7	16,1	11,1	-22,4	-1,2	62,6	-28,7	22,1	-0,4	-9,3
Jun	5,0	1,1	-14,4	4,9	-5,6	-8,2	8,5	-9,1	14,9	12,5	6,5	-6,2
Jul	-27,4	4,9	-7,9	7,6	-2,3	-23,3	-0,3	-6,7	-3,6	13,0	1,0	-9,8
Ago	-3,9	-10,2	-15,6	4,1	-2,1	1,0	4,7	1,8	-7,0	15,6	3,9	0,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2010 Ago	-110,9	-37,3	-203,6	90,5	-70,5	-141,6	76,1	175,6	-47,9	58,9	27,1	-38,1

## G38 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)

- Operaciones exteriores netas de las IFM
- - - Cuenta corriente y cuenta de capital
- - - Inversiones directas y de cartera en acciones y participaciones de instituciones distintas de IFM
- Pasivos de las inversiones de cartera en forma de distintos de acciones de instituciones distintas de IFM



Fuente: BCE.

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

## 7.5 Comercio exterior de bienes

### 1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria: Manufacturas	Petróleo		
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	3,9	8,2	1.561,6	771,0	337,9	414,0	1.303,9	1.610,3	1.019,1	232,8	333,9	1.021,3	293,6
2009	-18,2	-22,0	1.275,4	626,2	261,7	353,2	1.060,7	1.259,7	725,9	192,1	314,6	839,0	174,5
2009 III	-19,5	-25,7	318,0	156,8	64,3	88,5	265,4	312,9	179,3	47,2	79,1	206,6	47,5
IV	-8,4	-14,4	330,8	163,8	67,2	92,7	275,7	321,0	189,5	47,3	78,4	211,7	49,3
2010 I	12,8	9,6	354,6	176,0	68,8	98,8	292,6	350,4	209,4	52,0	81,8	232,2	53,1
II	22,8	27,2	377,4	188,4	75,6	103,6	315,5	381,8	232,1	56,9	84,8	252,6	59,3
2010 Mar	22,9	20,8	125,8	61,6	25,7	35,0	105,7	125,4	74,2	19,0	28,6	82,7	19,6
Abr	17,6	20,2	122,2	61,4	23,6	33,6	100,9	121,9	74,0	17,9	27,3	80,7	19,2
May	23,4	29,6	124,2	61,5	25,1	34,2	103,8	127,2	77,1	18,5	28,5	83,6	20,3
Jun	27,1	31,6	131,0	65,5	26,9	35,9	110,8	132,7	81,0	20,5	29,0	88,3	19,7
Jul	17,8	25,3	130,8	64,9	26,1	35,5	108,9	131,0	79,8	20,1	28,7	87,3	20,3
Ago	31,3	31,9	132,1	.	.	.	108,9	133,4	.	.	.	87,7	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,7	154,2	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,4	119,2	114,9	118,0	126,9	115,6	109,0	99,8	114,2	135,6	110,6	97,2
2009 III	-17,4	-15,8	118,9	115,2	115,8	126,6	115,8	107,1	96,4	113,9	136,2	109,7	95,3
IV	-5,8	-7,7	124,0	120,3	121,9	133,8	121,0	111,0	102,2	115,3	138,6	114,4	95,5
2010 I	11,5	4,1	130,2	126,2	124,1	138,8	126,3	115,7	106,6	122,6	140,6	121,7	94,8
II	17,0	14,2	135,2	131,3	134,5	141,4	133,6	119,4	110,3	129,7	140,6	127,4	94,7
2010 Feb	9,2	1,6	127,9	124,6	122,3	135,5	122,3	112,9	104,5	116,6	136,8	118,1	87,7
Mar	20,5	13,6	137,8	131,9	138,5	146,7	136,6	122,6	111,0	132,6	147,3	129,2	101,8
Abr	12,7	8,1	132,4	129,5	127,0	139,6	129,4	115,8	107,3	123,7	136,9	123,1	92,5
May	17,9	16,2	133,9	128,9	133,6	140,0	132,1	120,0	109,9	127,6	143,8	127,8	96,8
Jun	20,2	18,2	139,2	135,3	143,1	144,7	139,2	122,5	113,6	137,7	141,0	131,2	94,8
Jul	11,5	10,6	138,5	133,8	139,6	141,3	136,1	119,6	110,9	132,6	137,8	128,3	97,0

### 2. Precios <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>3)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas	Total (índice: 2005 = 100)	Total				Pro me- moria: Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2008	104,1	1,9	1,5	-0,4	2,4	23,6	1,7	110,8	5,5	-0,4	-4,6	2,3	28,6	-0,2
2009	101,4	-2,5	-4,1	0,6	0,6	-24,3	-2,5	99,2	-10,4	-5,7	-1,3	0,3	-28,3	-4,0
2010 I	103,2	1,6	-0,3	-0,2	0,7	38,2	1,7	104,2	5,3	2,1	-2,5	-0,8	27,2	0,4
II	105,8	4,3	5,1	0,8	2,5	31,3	4,3	109,7	11,1	10,8	0,0	2,7	33,2	5,6
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,6	.	.	6,6
2010 Abr	105,1	3,8	3,6	0,2	1,6	45,1	3,9	108,7	10,7	8,2	-1,7	0,7	41,7	3,9
May	105,9	4,4	5,4	0,8	2,7	30,8	4,4	109,6	11,6	11,3	0,2	3,0	33,3	6,0
Jun	106,4	4,5	6,4	1,4	3,2	20,4	4,5	110,7	11,2	12,8	1,5	4,4	25,5	7,0
Jul	106,0	4,6	6,5	1,3	3,0	23,5	4,5	110,2	11,8	12,4	2,1	4,0	29,2	6,8
Ago	106,1	4,2	6,2	1,5	2,7	14,1	4,1	110,3	10,1	11,7	1,8	4,6	21,5	6,3
Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,9	.	.	6,6

Fuente: Eurostat.

- 1) Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- 2) Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- 3) Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.

## 7.5 Comercio exterior de bienes

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 3. Detalle por área geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Exportaciones (fob)</b>															
2008	1.561,6	35,1	53,9	220,4	233,6	78,5	86,7	42,7	186,6	309,5	65,7	33,7	100,2	68,2	146,2
2009	1.275,4	27,5	41,1	174,3	177,7	49,3	78,4	34,3	152,1	282,1	68,0	28,7	91,4	53,9	113,2
2009 I	316,6	7,3	10,0	42,6	44,0	12,7	20,2	7,7	39,3	66,8	15,2	7,2	23,3	13,1	29,8
II	309,9	6,6	9,8	42,6	42,8	12,2	19,0	8,3	38,2	69,3	16,7	7,0	22,6	12,3	26,1
III	318,0	6,8	10,5	44,3	44,9	11,9	19,2	9,0	36,3	70,8	17,4	7,1	22,4	14,1	27,8
IV	330,8	6,7	10,8	44,8	46,1	12,5	20,0	9,3	38,3	75,2	18,7	7,4	23,1	14,4	29,5
2010 I	354,6	7,0	11,7	46,6	48,3	13,5	21,4	10,7	41,1	81,7	22,2	8,1	24,9	16,8	30,9
II	377,4	7,4	12,9	47,8	51,6	15,7	22,9	11,4	45,3	88,0	23,4	8,7	25,6	18,6	30,3
2010 Mar	125,8	2,4	4,1	16,4	16,9	5,1	7,5	3,8	15,3	29,1	7,9	2,8	8,6	6,2	10,2
Abr	122,2	2,4	4,1	15,7	16,6	5,1	7,4	3,8	14,7	28,1	7,5	2,8	8,6	5,7	9,8
May	124,2	2,5	4,2	15,7	17,2	5,2	7,5	3,5	15,0	28,9	7,8	2,9	8,4	6,3	9,9
Jun	131,0	2,5	4,6	16,4	17,8	5,4	7,9	4,1	15,6	31,0	8,1	3,0	8,6	6,6	10,6
Jul	130,8	2,5	4,4	16,4	17,7	5,6	7,9	4,0	15,9	30,5	7,9	2,9	8,7	6,2	10,9
Ago	132,1	.	.	.	.	5,9	7,9	3,8	15,9	29,8	7,7	3,0	9,0	6,3	.
<i>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
<b>Importaciones (cif)</b>															
2008	1.610,3	30,7	52,1	164,8	184,9	122,0	70,2	32,4	136,0	479,9	184,7	57,4	141,2	81,7	114,5
2009	1.259,7	26,5	37,7	127,0	162,6	81,3	65,1	26,2	115,9	376,3	158,6	42,9	93,6	59,2	88,3
2009 I	321,1	6,9	9,6	31,8	39,2	17,7	16,8	6,6	32,0	97,3	41,4	11,5	23,8	14,7	24,8
II	304,7	6,4	8,9	30,9	39,2	18,1	16,1	6,3	30,2	92,4	38,5	10,2	22,9	14,2	19,1
III	312,9	6,8	9,7	31,8	41,1	21,8	16,1	6,6	25,6	92,7	39,1	10,7	22,7	14,8	23,0
IV	321,0	6,4	9,6	32,4	43,0	23,7	16,1	6,8	28,1	93,8	39,7	10,5	24,3	15,4	21,3
2010 I	350,4	6,5	10,3	35,0	45,2	24,5	17,1	7,4	29,3	109,6	45,9	11,6	26,7	16,5	22,4
II	381,8	6,8	11,7	36,4	48,8	27,2	19,5	7,5	32,5	124,0	51,9	12,8	29,5	18,1	19,8
2010 Mar	125,4	2,3	3,8	12,1	15,6	9,0	5,8	2,6	10,0	41,0	18,0	4,3	9,7	5,9	7,7
Abr	121,9	2,1	3,6	11,7	15,4	8,7	5,9	2,5	10,1	39,4	16,0	4,1	10,0	5,8	6,6
May	127,2	2,3	3,8	12,2	16,6	9,7	6,9	2,5	10,0	40,8	17,0	4,2	9,6	6,0	6,7
Jun	132,7	2,3	4,2	12,5	16,8	8,8	6,7	2,6	12,4	43,8	18,9	4,5	9,8	6,3	6,5
Jul	131,0	2,2	4,1	12,5	16,4	9,1	6,6	2,4	10,2	42,8	18,6	4,4	9,6	6,4	8,8
Ago	133,4	.	.	.	.	8,9	6,4	2,5	10,2	43,3	19,3	4,2	10,1	6,5	.
<i>Porcentaje del total de importaciones</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,1	12,9	6,4	5,2	2,1	9,2	29,9	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
<b>Saldo</b>															
2008	-48,7	4,4	1,8	55,7	48,8	-43,6	16,6	10,4	50,6	-170,4	-119,1	-23,7	-41,0	-13,6	31,7
2009	15,7	0,9	3,3	47,3	15,2	-32,0	13,3	8,0	36,2	-94,2	-90,6	-14,2	-2,2	-5,3	25,0
2009 I	-4,4	0,4	0,4	10,8	4,8	-5,0	3,5	1,1	7,3	-30,6	-26,2	-4,3	-0,4	-1,7	5,0
II	5,2	0,2	0,9	11,7	3,5	-5,9	2,9	2,0	8,0	-23,0	-21,7	-3,2	-0,3	-1,9	7,0
III	5,1	0,0	0,8	12,5	3,8	-9,9	3,1	2,4	10,7	-21,9	-21,7	-3,6	-0,3	-0,7	4,7
IV	9,8	0,3	1,2	12,3	3,1	-11,3	3,9	2,5	10,2	-18,6	-21,1	-3,1	-1,2	-1,0	8,2
2010 I	4,1	0,4	1,3	11,6	3,1	-11,0	4,3	3,4	11,8	-27,9	-23,7	-3,6	-1,8	0,3	8,5
II	-4,3	0,6	1,2	11,4	2,8	-11,5	3,4	3,9	12,8	-36,0	-28,6	-4,1	-3,9	0,5	10,4
2010 Mar	0,4	0,1	0,3	4,4	1,3	-3,8	1,6	1,2	5,3	-11,9	-10,1	-1,5	-1,1	0,3	2,5
Abr	0,3	0,3	0,5	4,0	1,2	-3,6	1,6	1,3	4,6	-11,3	-8,6	-1,3	-1,4	-0,1	3,1
May	-2,9	0,2	0,4	3,5	0,6	-4,5	0,6	1,1	5,0	-11,9	-9,2	-1,3	-1,2	0,3	3,2
Jun	-1,7	0,2	0,4	3,9	1,0	-3,4	1,2	1,5	3,1	-12,8	-10,8	-1,5	-1,3	0,3	4,1
Jul	-0,2	0,3	0,3	3,9	1,4	-3,5	1,4	1,5	5,7	-12,3	-10,7	-1,4	-0,8	-0,2	2,1
Ago	-1,4	.	.	.	.	-3,0	1,5	1,3	5,7	-13,5	-11,5	-1,2	-1,2	-0,2	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I 1999 = 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	103,8	102,9	105,8	100,6	113,0	104,3	
2008	110,5	110,1	105,8	105,5	112,5	104,3	118,0	107,2	
2009	111,7	110,6	104,2	106,4	118,2	106,4	120,6	108,0	
2009 III	112,1	110,9	104,4	106,7	118,4	106,3	121,0	108,2	
IV	113,8	112,2	105,6	108,0	119,3	109,0	122,5	109,0	
2010 I	108,7	106,9	100,7	102,8	113,8	103,5	116,9	103,4	
II	103,1	101,8	95,8	97,7	108,2	97,9	110,4	97,8	
III	102,3	100,9	95,1	.	.	.	109,8	97,2	
2009 Oct	114,3	112,8	106,5	-	-	-	123,0	109,6	
Nov	114,0	112,5	105,8	-	-	-	122,9	109,3	
Dic	113,0	111,2	104,5	-	-	-	121,7	108,0	
2010 Ene	110,8	108,9	102,4	-	-	-	119,1	105,5	
Feb	108,0	106,1	100,0	-	-	-	116,2	102,7	
Mar	107,4	105,7	99,5	-	-	-	115,2	102,0	
Abr	106,1	104,5	98,5	-	-	-	113,5	100,5	
May	102,8	101,4	95,5	-	-	-	109,9	97,4	
Jun	100,7	99,4	93,6	-	-	-	107,7	95,5	
Jul	102,5	101,1	95,1	-	-	-	109,9	97,5	
Ago	102,1	100,6	94,8	-	-	-	109,5	97,0	
Sep	102,5	100,9	95,4	-	-	-	110,0	97,2	
Oct	106,1	104,3	98,7	-	-	-	113,8	100,4	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2010 Oct	3,5	3,4	3,5	-	-	-	3,5	3,3	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2010 Oct	-7,2	-7,5	-7,3	-	-	-	-7,5	-8,4	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

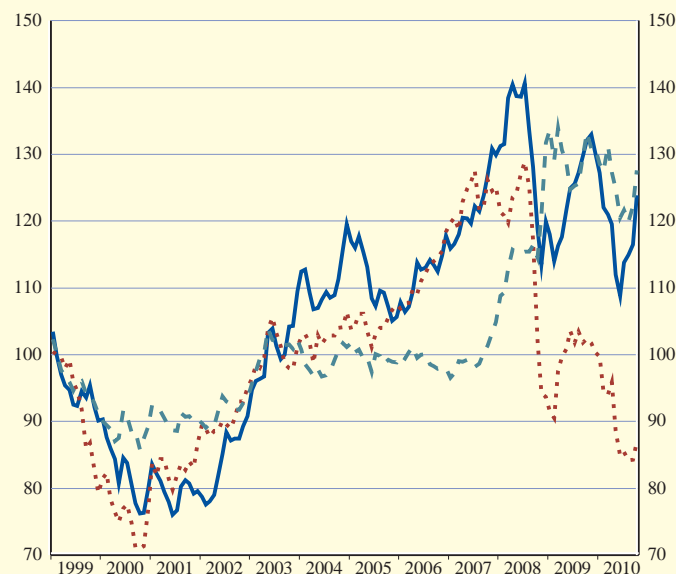
- TCE-21 nominal
- TCE-21 real deflactado por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estado-unidense	Yen japonés	Franco suizo	Won sur-coreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
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
II	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1.481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
III	7,4498	9,3804	0,83305	1,2910	110,68	1,3321	1.526,12	10,0324	1,7503	1,3416	7,9561	1,4289
2010 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
May	7,4413	9,6641	0,85714	1,2565	115,83	1,4181	1.465,81	9,7843	1,7503	1,3060	7,8907	1,4436
Jun	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1.483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
Jul	7,4522	9,4954	0,83566	1,2770	111,73	1,3460	1.538,85	9,9308	1,7588	1,3322	8,0201	1,4586
Ago	7,4495	9,4216	0,82363	1,2894	110,04	1,3413	1.522,39	10,0193	1,7482	1,3411	7,9325	1,4337
Sep	7,4476	9,2241	0,83987	1,3067	110,26	1,3089	1.517,10	10,1470	1,7439	1,3515	7,9156	1,3943
Oct	7,4567	9,2794	0,87638	1,3898	113,67	1,3452	1.560,30	10,7835	1,8116	1,4152	8,1110	1,4164
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2010 Oct	0,1	0,6	4,3	6,4	3,1	2,8	2,8	6,3	3,9	4,7	2,5	1,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2010 Oct	0,2	-10,0	-4,3	-6,2	-15,1	-11,1	-10,3	-6,1	-12,5	-9,4	-3,0	-13,3

	Corona checa	Corona estonia	Lats letón	Litas lituano	Forint húngaro	Zloty polaco	Lev búlgaro	Nuevo leu rumano	Kuna croata	Nueva lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631
2010 I	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866
II	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560
III	24,928	15,6466	0,7089	3,4528	282,44	4,0087	1,9558	4,2553	7,2532	1,9560
2010 Abr	25,308	15,6466	0,7076	3,4528	265,53	3,8782	1,9558	4,1306	7,2594	1,9983
May	25,663	15,6466	0,7075	3,4528	276,78	4,0567	1,9558	4,1767	7,2630	1,9459
Jun	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274
Jul	25,328	15,6466	0,7090	3,4528	283,75	4,0814	1,9558	4,2608	7,2198	1,9669
Ago	24,806	15,6466	0,7085	3,4528	281,45	3,9899	1,9558	4,2396	7,2525	1,9484
Sep	24,651	15,6466	0,7091	3,4528	282,10	3,9548	1,9558	4,2655	7,2874	1,9528
Oct	24,531	15,6466	0,7094	3,4528	274,01	3,9496	1,9558	4,2787	7,3277	1,9800
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>										
2010 Oct	-0,5	0,0	0,0	0,0	-2,9	-0,1	0,0	0,3	0,6	1,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>										
2010 Oct	-5,1	0,0	0,1	0,0	2,1	-6,3	0,0	-0,2	1,2	-9,3

	Real brasileño <sup>1)</sup>	Yuan renminbi chino	Corona islandesa <sup>2)</sup>	Rupia india <sup>3)</sup>	Rupia indonesia	Ringgit malasio	Peso mexicano <sup>1)</sup>	Dólar neozelandés	Peso filipino	Rublo ruso	Rand sudafricano	Baht tailandés
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	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
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
II	2,2762	8,6717	-	57,9879	11.581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
III	2,2589	8,7388	-	59,9818	11.612,07	4,0716	16,5210	1,7979	58,363	39,5260	9,4593	40,825
2010 Abr	2,3550	9,1505	-	59,6203	12.101,70	4,2935	16,3957	1,8814	59,788	39,1335	9,8658	43,279
May	2,2750	8,5794	-	57,6166	11.517,01	4,0874	15,9856	1,8010	57,315	38,2707	9,6117	40,714
Jun	2,2057	8,3245	-	56,8582	11.169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
Jul	2,2600	8,6538	-	59,8100	11.546,78	4,0924	16,3699	1,7925	59,072	39,1317	9,6351	41,273
Ago	2,2691	8,7520	-	60,0584	11.573,26	4,0654	16,4571	1,8059	58,245	39,1898	9,4192	40,937
Sep	2,2476	8,8104	-	60,0771	11.716,16	4,0570	16,7361	1,7955	57,772	40,2564	9,3236	40,264
Oct	2,3378	9,2665	-	61,7399	12.407,16	4,3092	17,2845	1,8498	60,285	42,1471	9,6165	41,636
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2010 Oct	4,0	5,2	-	2,8	5,9	6,2	3,3	3,0	4,4	4,7	3,1	3,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2010 Oct	-9,3	-8,4	-	-10,8	-11,7	-14,5	-11,7	-7,8	-13,2	-3,4	-13,3	-15,9

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 2008, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de estas monedas frente al euro. 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 de esta moneda frente al euro. 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
<b>IAPC</b>											
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
2010 II	2,9	0,9	2,0	2,9	-2,3	0,5	5,2	2,5	4,3	1,8	3,4
III	3,3	1,6	2,3	3,1	-0,3	1,8	3,6	2,1	7,5	1,3	3,1
2010 Jul	3,2	1,6	2,1	2,8	-0,7	1,7	3,6	1,9	7,1	1,4	3,1
Ago	3,2	1,5	2,3	2,8	-0,4	1,8	3,6	1,9	7,6	1,1	3,1
Sep	3,6	1,8	2,5	3,8	0,3	1,8	3,7	2,5	7,7	1,5	3,0
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2007	1,1	-0,7	4,8	2,5	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,6	3,6	-2,7
2008	1,7	-2,7	3,4	-2,8	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,8	-2,7	-1,7	-10,2	-9,2	-4,4	-7,2	-8,6	-0,9	-11,4
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>											
2007	17,2	29,0	27,4	3,7	9,0	16,9	66,1	45,0	12,6	40,0	44,5
2008	13,7	30,0	34,2	4,6	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,2	52,1
2009	14,7	35,3	41,4	7,2	36,7	29,5	78,4	50,9	23,9	41,9	68,2
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>											
2010 Abr	5,94	3,84	3,34	-	10,13	5,15	6,57	5,57	6,97	3,14	3,96
May	6,13	4,10	2,93	-	10,13	5,15	7,07	5,72	7,27	2,73	3,60
Jun	6,21	4,26	2,70	-	10,12	5,15	7,60	5,87	7,10	2,61	3,14
Jul	6,05	3,97	2,72	-	10,00	5,15	7,39	5,84	7,18	2,70	2,97
Ago	5,99	3,56	2,45	-	10,00	5,15	7,07	5,62	7,15	2,45	2,68
Sep	5,90	3,34	2,40	-	9,97	5,15	7,04	5,49	7,14	2,53	2,84
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>											
2010 Abr	4,21	1,42	1,28	1,79	2,14	1,57	6,14	3,69	4,99	0,52	0,66
May	4,19	1,27	1,25	1,67	2,26	1,47	6,23	3,85	6,38	0,60	0,70
Jun	4,18	1,24	1,15	1,47	2,09	1,64	5,43	3,86	6,60	0,70	0,73
Jul	4,09	1,23	1,13	1,40	1,74	1,70	6,17	3,84	6,92	0,87	0,74
Ago	4,04	1,24	1,14	1,29	1,28	1,70	5,82	3,82	6,46	0,99	0,73
Sep	3,94	1,22	1,15	1,16	1,19	1,65	6,41	3,82	6,48	1,16	0,73
<b>PIB real</b>											
2008	6,2	2,5	-0,9	-5,1	-4,2	2,9	0,6	5,1	7,3	-0,4	-0,1
2009	-4,9	-4,1	-4,7	-13,9	-18,0	-14,7	-6,3	1,7	-7,1	-5,1	-5,0
2009 IV	-5,8	-3,2	-2,9	-8,8	-16,8	-14,0	-4,7	2,8	-6,5	-1,5	-3,0
2010 I	-4,0	1,0	-0,4	-2,6	-5,1	-0,6	-1,2	3,0	-2,6	2,8	-0,3
II	0,5	2,4	3,8	3,1	-2,9	-0,3	0,1	3,5	-0,5	4,5	1,7
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>											
2008	-22,3	0,2	2,7	-8,7	-11,6	-11,3	-6,1	-3,7	-11,1	8,6	-1,3
2009	-8,6	0,1	3,5	7,3	11,0	7,6	0,7	-0,5	-3,7	7,4	-0,9
2009 IV	-8,9	0,9	4,1	9,8	13,0	15,2	-1,5	-1,4	-3,8	5,4	0,6
2010 I	-6,7	2,4	2,8	5,6	12,0	3,9	5,0	0,2	-6,7	7,8	-2,9
II	-4,2	-2,1	5,1	4,5	7,3	7,8	3,9	-0,5	-7,8	6,0	-3,4
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>											
2007	94,3	44,5	170,6	109,6	127,6	71,9	120,2	48,4	50,9	176,2	398,5
2008	104,7	50,0	178,1	118,2	129,2	71,3	157,9	57,0	56,0	203,8	441,4
2009 IV	107,9	50,8	189,1	125,5	156,3	87,2	170,9	59,6	69,1	203,8	415,1
2010 I	106,2	49,0	200,5	123,6	162,4	91,1	176,0	57,8	71,7	205,3	429,2
II	106,5	52,4	200,9	123,9	164,9	89,7	189,8	60,6	77,0	208,2	.
<b>Costes laborales unitarios</b>											
2008	16,2	5,1	6,5	16,3	22,0	10,4	4,5	7,5	22,9	2,6	2,3
2009	10,4	3,6	4,5	1,1	-7,0	-2,8	0,9	4,3	7,2	4,7	5,7
2009 IV	3,4	2,2	-1,7	-9,0	-20,4	-12,4	-4,3	-0,6	-	-0,1	4,7
2010 I	7,0	-2,5	0,1	-10,3	-18,8	-10,8	1,1	4,9	-	-0,9	4,1
II	.	-0,8	-3,9	-9,3	-15,2	-10,0	-0,7	3,2	-	.	0,4
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>											
2008	5,6	4,4	3,3	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	13,8	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010 II	10,0	7,3	7,3	18,6	19,4	18,2	11,3	9,6	7,1	8,6	7,8
III	10,1	6,9	6,9	.	.	.	10,9	9,5	.	8,3	.
2010 Jul	10,1	7,0	7,0	-	.	.	11,1	9,5	.	8,5	7,7
Ago	10,0	6,9	6,8	-	.	.	10,9	9,5	.	8,2	.
Sep	10,1	6,9	7,0	-	.	.	10,8	9,6	.	8,2	.

Fuentes: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

## 9.2 En Estados Unidos y Japón

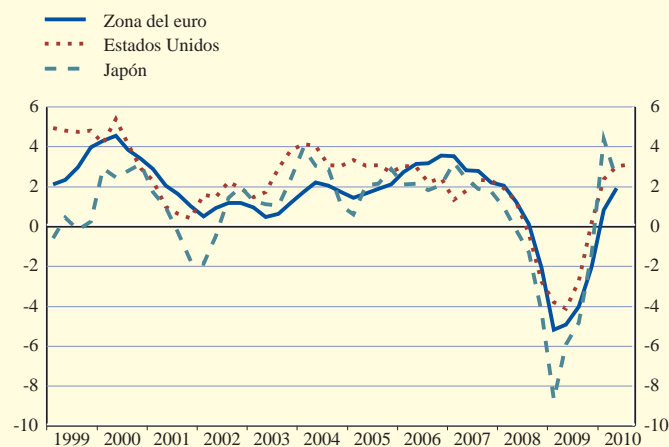
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución económica y financiera

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.)	Agregado monetario amplio <sup>2)</sup>	Tipos de depósitos interbancarios a 3 meses <sup>3)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); <sup>3)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>4)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) presupuestario en % del PIB	Deuda pública bruta en % del PIB <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2006	3,2	2,9	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,8
2007	2,9	2,4	1,9	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-10,9	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2009 III	-1,6	-2,1	-2,7	-10,0	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	66,6
IV	1,4	-3,4	0,2	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	68,6
2010 I	2,4	-2,9	2,4	3,9	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,7	71,7
II	1,8	-2,8	3,0	8,7	9,7	1,6	0,44	3,13	1,2708	-11,2	73,3
III	1,2	.	3,1	6,9	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	.	.
2010 Jun	1,1	-	-	9,3	9,5	1,8	0,54	3,13	1,2209	-	-
Jul	1,2	-	-	8,2	9,5	1,9	0,51	3,03	1,2770	-	-
Ago	1,1	-	-	8,8	9,6	2,7	0,36	2,58	1,2894	-	-
Sep	1,1	-	-	5,9	9,6	3,0	0,29	2,69	1,3067	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	0,29	2,82	1,3898	-	-
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	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	0,4	-5,2	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 III	-2,2	0,8	-4,8	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
IV	-2,0	-3,6	-1,4	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	-3,7	4,4	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
II	-0,9	-1,2	2,4	21,0	5,2	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
III	-0,8	.	.	13,4	5,1	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
2010 Jun	-0,7	-	-	17,3	5,3	2,9	0,24	1,18	110,99	-	-
Jul	-0,9	-	-	14,3	5,2	2,7	0,24	1,13	111,73	-	-
Ago	-0,9	-	-	15,1	5,1	2,8	0,24	1,06	110,04	-	-
Sep	-0,6	-	-	11,1	5,0	2,8	0,22	1,03	110,26	-	-
Oct	.	-	-	.	.	.	0,20	1,01	113,67	-	-

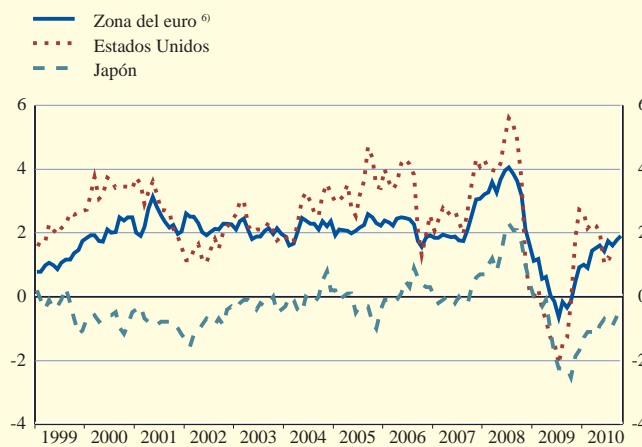
### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### G42 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

1) Los datos de Estados Unidos están desestacionalizados y se refieren al sector privado no agrícola.

2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

3) En porcentaje. Para más información sobre los tipos de interés de los 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

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos totales por sector	S17
G10	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S17
G11	Depósitos totales por sector	S18
G12	Depósitos totales y depósitos incluidos en M3 por sector	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores distintos de acciones por residentes en la zona del euro	S35
G16	Emisiones netas de valores distintos de acciones: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S37
G17	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G18	Tasas de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S39
G19	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S40
G20	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S41
G21	Nuevos depósitos a plazo	S43
G22	Nuevos préstamos sin fijación inicial del tipo y con período inicial de fijación hasta un año	S43
G23	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S44
G24	Tipos a tres meses del mercado monetario	S44
G25	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S45
G26	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S45
G27	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S46
G28	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S55
G29	Desempleo y tasas de vacantes	S55
G30	Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda	S60
G31	Deuda según los criterios de Maastricht	S60
G32	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S61
G33	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S61
G34	Balanza de pagos de la zona del euro: bienes	S62
G35	Balanza de pagos de la zona del euro: servicios	S62
G36	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S65
G37	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S65
G38	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S70
G39	Tipos de cambio efectivos	S73
G40	Tipos de cambio bilaterales	S73
G41	Producto interior bruto a precios constantes	S76
G42	Índices de precios de consumo	S76

## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

#### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

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:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es 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](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula g). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas f) o g).

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula g).

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana y, en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

#### SECCIONES 3.1 A 3.5

##### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos. En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

##### CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

- 1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».
- 2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C. A efectos internos, también se utiliza el procedimiento, basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.
- 3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2001, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo. El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta, más la remuneración de los asalariados (recursos), más los impuestos menos subvenciones sobre la producción (recursos), más las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), más las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), más las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos), más otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta, más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (em-

pleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total de otras variaciones de los activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos).

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neta se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.



## SECCIONES 4.3 Y 4.4

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES DISTINTOS DE ACCIONES Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nominales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nominales en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

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 VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales

4 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HIPC for the euro area», BCE (agosto de 2000), y la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas 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:

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S78). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. Se añade la energía sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

#### CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (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 efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

#### SECCIÓN 7.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services», se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 3 de noviembre de 2010.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para el año 2009 y fechas posteriores se refieren al Euro-16 (la zona del euro incluida Eslovaquia) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias y el IAPC (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas (véase más adelante para más información). Cuando procede, este hecho 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 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 de la zona del

euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Así, los datos anteriores a 2001 se refieren al Euro-11, es decir, a 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, al Euro-11 más Grecia. Los datos de 2007 se refieren al Euro-13, es decir, al Euro-12 más Eslovenia. Los datos de 2008 se refieren al Euro-15, es decir, al Euro-13 más Chipre y Malta, y, a partir de 2009, los datos se refieren al Euro-16, es decir, al 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 vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los últimos datos suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El

porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. El saldo de otros factores (columna 10) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (co-

lumnas 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 dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: (i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y (ii) valores distintos de acciones hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin

embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema residentes en la zona del euro (es decir, el sistema bancario) por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor.

Las secciones 2.2 a 2.6 recogen los datos de operaciones obtenidos 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 el cálculo 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 recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32<sup>2</sup>.

De acuerdo con este Reglamento, la rúbrica del balance «instrumentos del mercado monetario» queda englobada en la rúbrica «valores distintos de ac-

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

ciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.10 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, la información estadística armonizada se recopila con arreglo al Reglamento BCE/2007/8 relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones

financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados sobre precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado en forma sucinta, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: (1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presen-

tan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores 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. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emiti-

dos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la



zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (EURIBOR); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (LIBOR). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el LIBOR.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la

zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>3</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los pre-

3 Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

cios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, los nuevos pedidos, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>4</sup>. Desde enero de 2009, se ha aplicado en la elaboración de las estadísticas coyunturales la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) 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 específicos<sup>5</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) nº 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>6</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o destino, de la zona del euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las 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 destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) nº 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>7</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) nº 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>8</sup>. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por éste) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 3 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadros 1, 2 y 3 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 95.

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

4 DO L 162, de 5.6.1998, p. 1.

5 DO L 393, de 30.12.2006, p. 1.

6 DO L 155, de 15.6.2007, p. 3.

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

papel, química, de fabricación de productos metálicos, de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Los datos se calculan a precios corrientes.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), excepto el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que se adecuan a las pautas de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 95. Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 son datos obtenidos por el BCE a partir de los datos armonizados facilitados por los BCN, que se actualizan regularmente. Por tanto, los datos relativos al déficit y a la deuda de los países de la zona del euro pueden diferir de los utilizados por la Comisión Europea en el procedimiento de déficit excesivo. Los agregados trimestrales de la zona del euro que aparecen en las

secciones 6.4 y 6.5 son datos obtenidos por el BCE a partir de datos nacionales y de Eurostat.

En la sección 6.1 se presentan los datos anuales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1500/2000 de la Comisión, de 10 de julio de 2000<sup>9</sup>, que modifica el SEC 95. En la sección 6.2 se ofrecen detalles de la deuda bruta consolidada de las Administraciones Públicas en valor nominal que se ajustan a las disposiciones del Tratado relativas al procedimiento de déficit excesivo. Las secciones 6.1 y 6.2 incluyen un resumen de datos correspondiente a cada uno de los países de la zona del euro, debido a su importancia en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los déficits y los superávits de cada país de la zona del euro se corresponden con el código B.9, tal y como se define en el Reglamento (CE) n° 479/2009 del Consejo, por lo que respecta a las referencias al SEC 95. La sección 6.3 presenta las variaciones de la deuda de las Administraciones Públicas. La diferencia entre las variaciones de la deuda y el déficit —el ajuste entre déficit y deuda— se explica, fundamentalmente, por las operaciones de las Administraciones Públicas con activos financieros y por los efectos de tipo de cambio. En la sección 6.4 se presentan los datos trimestrales sobre los recursos y los empleos de las Administraciones Públicas, basados en las definiciones establecidas en el Reglamento (CE) n° 1221/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de junio de 2002, sobre cuentas no financieras trimestrales de las Administraciones Públicas<sup>10</sup>. En la sección 6.5 se presentan datos trimestrales sobre la deuda pública bruta consolidada, el ajuste entre déficit y deuda y la necesidad de financiación del Estado. Estas cifras se han recopilado a partir de datos facilitados por los Estados miembros, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 501/2004 y el Reglamento (CE) n° 1222/2004, y de datos proporcionados por los BCN.

<sup>9</sup> DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

<sup>10</sup> DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

Los conceptos y definiciones utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (PII) (secciones 7.1 a 7.4) se ajustan, en general, a lo establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI (octubre de 1993), así como a la Orientación del BCE de 16 de julio de 2004 sobre las exigencias de información estadística del BCE (BCE/2004/15)<sup>11</sup>, modificada por la Orientación del BCE de 31 de mayo de 2007 (BCE/2007/3)<sup>12</sup>. En la publicación del BCE titulada «European Union balance of payments/international investment position statistical methods» (mayo de 2007), y en los informes de los grupos de trabajo sobre sistemas de recopilación de inversiones de cartera (junio de 2002), renta de inversiones de cartera (agosto de 2003) e inversión exterior directa (marzo de 2004), que pueden descargarse del sitio web del BCE, se encuentra información adicional sobre las metodologías y los recursos utilizados en las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro. Por otra parte, en el sitio web del Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) se puede consultar un informe del grupo de trabajo del BCE y la Comisión Europea (Eurostat) sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional (junio de 2004). En la dirección del BCE en Internet puede consultarse el informe anual sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional de la zona del euro, elaborado de conformidad con las recomendaciones del grupo de trabajo y con los principios básicos del «ECB Statistics Quality Framework», publicado en abril de 2008.

Los cuadros de las secciones 7.1 y 7.4 siguen las convenciones de signos del Manual de Balanza de Pagos del FMI, es decir, los superávits de la balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital se presentan con un signo positivo, mientras que, en la cuenta financiera, el signo positivo indica un incremento de los pasivos o una disminución de los activos. En los cuadros de la sección 7.2, los 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. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

posición de inversión internacional de la zona del euro frente a las principales contrapartes», publicado en el Boletín Mensual de febrero de 2005.

Los datos de la balanza por cuenta financiera y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se elaboran en función de las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única (véanse también el recuadro 9 del Boletín Mensual de diciembre de 2002, el recuadro 5 del Boletín Mensual de enero de 2007, y el recuadro 6 del Boletín Mensual de enero de 2008). La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de la inversión directa, en la que se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (como, por ejemplo, préstamos y depósitos). Los datos trimestrales sobre la posición de inversión internacional se compilan utilizando el mismo enfoque metodológico que en los datos anuales. Dado que algunos datos no están disponibles con periodicidad trimestral (o lo están con retraso), la PII trimestral se estima parcialmente a partir de las transacciones financieras, de los precios de los activos y de la evolución del tipo de cambio.

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. El detalle de las variaciones de la PII anual se obtiene aplicando un modelo estadístico a las modificaciones de la posición de inversión internacional no atribuibles a transacciones en el que se utiliza información procedente de la desagregación geográfica y la composición por monedas de los activos y pasivos, así como de los índices de precios de diferentes activos financieros. Las columnas 5 y 6 de ese cuadro se refieren a la inversión directa por residentes en el extranjero y a la inversión directa por parte de no residentes en la zona del euro.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la

distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Euro-sistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a las diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones sobre la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a las operaciones en oro efectuadas en los términos establecidos en el Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los de-

rivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) 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 Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales impor-

tadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, en el ámbito de las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) 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 con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-21 está integrado por los 11 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Norue-

ga, Singapur y Suiza. El grupo TCE-41 incluye, además de los del TCE-21, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse el recuadro 5, titulado «Evolución del comercio internacional y revisión de los tipos de cambio efectivos del euro», en el 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 diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

#### EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Como resultado, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.

## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 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 4,75% y el

<sup>1</sup> 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.



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 Y 5 DE NOVIEMBRE 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 margi-



nal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

### **3 DE DICIEMBRE 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. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 13 de abril de 2010.

### **14 DE ENERO Y 4 DE FEBRERO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

### **4 DE MARZO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 12 de octubre de 2010, que incluye la vuelta a los procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses a partir de la operación que se adjudicará el 28 de abril de 2010.

### **8 DE ABRIL Y 6 DE MAYO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad margi-

nal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

### **10 DE MAYO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE adopta varias medidas para hacer frente a las tensiones existentes en los mercados financieros. En particular, lleva a cabo intervenciones en los mercados de renta fija pública y privada de la zona del euro (Programa para los Mercados de Valores) y adopta un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo a tres meses que se lleven a cabo en mayo y junio de 2010.

### **10 DE JUNIO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Además, decide adoptar un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones regulares de financiación regulares a plazo más largo a tres meses que se adjudicarán en el tercer trimestre de 2010.

### **8 DE JULIO Y 5 DE AGOSTO DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

### **2 DE SEPTIEMBRE DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.

También acuerda los detalles relativos a los procedimientos y las modalidades de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 11 de enero de 2011, sobre todo la adopción de un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses.

#### **7 DE OCTUBRE Y 4 DE NOVIEMBRE DE 2010**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad 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 agosto y octubre 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](mailto: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.

### INFORME DE CONVERGENCIA

«Convergence Report 2010», mayo 2010.  
«Informe de Convergencia» (Introducción y Resumen del Informe en inglés), mayo 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.  
«Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», julio 2010.  
«La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro», julio 2010.  
«El impacto de la crisis financiera en los países de Europa Central y Oriental», julio 2010.  
«Precios del petróleo: factores determinantes e impacto sobre la inflación y la macroeconomía de la zona del euro», agosto 2010.  
«Evolución reciente del comercio mundial y de la zona del euro», agosto 2010.  
«Estadísticas armonizadas del BCE de fondos de inversión de la zona del euro y su uso analítico con fines de política monetaria», agosto 2010.  
«La respuesta del BCE a la crisis financiera», octubre 2010.  
«Reconsideración de la relación entre las burbujas de precios de los activos y la política monetaria», noviembre 2010.  
«Cómo mejorar el análisis monetario», noviembre 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. Santabárbara, 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.
- 110 «Protectionist responses to the crisis: global trends and implications», M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub y D. Taglioni, mayo 2010.
- 111 «Main drivers of the ECB financial accounts and ECB financial strength over the first 11 years», O. Vergote, W. Studener, I. Efthymiadis y N. Merriman, mayo 2010.
- 112 «Public wages in the euro area: towards securing stability and competitiveness», F. Holm-Hadulla, K. Kamath, A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht, junio 2010.
- 113 «Energy markets and the euro area macroeconomy», Grupo de Trabajo del Comité de Política Monetaria del Sistema Europeo de Bancos Centrales, junio 2010.
- 114 «The impact of the global economic and financial crisis on central, eastern and south-eastern Europe: a stock-taking exercise», S. Gardó y R. Martin, junio 2010.
- 115 «Financial stability challenges in EU candidate countries. Financial systems in the aftermath of the global financial crisis», Grupo de expertos del Comité de Relaciones Internacionales del SEBC, julio 2010.
- 116 «Securities clearing and settlement in China – markets, infrastructures and policy-making», P. Hess, julio 2010.
- 117 «Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States», S. M. Stolz y M. Wedow, julio 2010.
- 118 «The impact of the global financial turmoil and recession on Mediterranean countries' economies», M. Sturm y N. Sauter, agosto 2010.
- 119 «The global downturn and its impact on euro area exports and competitiveness», F. di Mauro, K. Forster y A. Lima, octubre 2010.
- 120 «Dancing together at arm's length? The interaction of central banks with governments in the G7», C. Bodea y S. Huemer, octubre 2010.

## BOLETÍN DE INVESTIGACIÓN

- «Research Bulletin», n.º 8, marzo 2009.
- «Research Bulletin», n.º 9, marzo 2010.
- «Research Bulletin», n.º 10, junio 2010.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1231 «Real convergence and its illusions», M. Kosala, agosto 2010.
- 1232 «The impact of monetary policy shocks on commodity prices», A. Anzuini, M. J. Lombardi y P. Pagano, agosto 2010.
- 1233 «Bank heterogeneity and monetary policy transmissions», S. N. Brissimis y M. D. Delis, agosto 2010.
- 1234 «Imposing parsimony in cross-country growth regressions», M. Jarociński, agosto 2010.
- 1235 «A note on identification patterns in DSGE models», M. Andrlé, agosto 2010.
- 1236 «Is the New Keynesian IS curve structural?», L. Stracca, agosto 2010.
- 1237 «The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area», C. Checherita y P. Rother, agosto 2010.
- 1238 «Household money holdings in the euro area: an explorative investigation», F. Seitz y J. von Landesberger, septiembre 2010.
- 1239 «Supply, demand and monetary policy shocks in a multi-country New Keynesian model», S. Dées, H. Pesaran, V. Smith y R. P. Smith, septiembre 2010.
- 1240 «Monetary policy, asset prices and consumption in China», T. Koivu, septiembre 2010.
- 1241 «Major public debt reductions: lessons from the past, lessons for the future», C. Nickel, P. Rother y L. Zimmermann, septiembre 2010.
- 1242 «Changes in the Czech wage structure: does immigration matter?», K. Dybczak y K. Galuščák, septiembre 2010.
- 1243 «Current account determinants and external sustainability in periods of structural change», S. N. Brissimis, G. Hondroyannis, C. Papazoglou, N. T. Tsaveas y M. A. Vasardani, septiembre 2010.
- 1244 «Trade with central and eastern Europe: is it really a threat to wages in the West?», É. K. Polgár y J. Wörz, septiembre 2010.
- 1245 «Firms and the global crisis: French exports in the turmoil», J. C. Bricongne, L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni y V. Vicard, septiembre 2010.
- 1246 «Predicting recessions and recoveries in real time: the euro area-wide leading indicator (ALI)», G. de Bondt y E. Hahn, septiembre 2010.
- 1247 «The euro overnight interbank market and the ECB's liquidity management policy during tranquil and turbulent times», N. Cassola y M. Huetl, septiembre 2010.
- 1248 «Bank risk-taking, securitisation, supervision and low interest rates: evidence from the euro area and the US lending standards», A. Maddaloni y J. L. Peydró, septiembre 2010.
- 1249 «Forecasting and assessing euro area house prices through the lens of key fundamentals», L. Gattini y P. Hiebert, septiembre 2010.
- 1250 «Optimal monetary policy with state-dependent pricing», A. Nakov y C. Thomas, septiembre 2010.
- 1251 «Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: evidence from an estimated DSGE model for the euro area», M. Darracq Pariès, C. Kok Sørensen y D. Rodríguez-Palenzuela, septiembre 2010.
- 1252 «Interbank market integration, loan rates and firm leverage», S. Ongena y A. Popov, septiembre 2010.



- 1253 «Monetary policy in exceptional times», M Lenza, H Pill y L. Reichlin, octubre 2010.
- 1254 «Global policy at the zero lower bound in a large-scale DSGE model», S. Gomes, P. Jacquinot, R. Mestre y J. Sousa, octubre 2010.
- 1255 «Predicting recession probabilities with financial variables over multiple horizons», F. Fornari y W. Lemke, octubre 2010.
- 1256 «Credit risk transfers and the macroeconomy», E. Faia, octubre 2010.
- 1257 «Explaining the money demand of non-financial corporations in the euro area: a macro and a micro view», C. Martínez-Carrascal y J. von Landesberger, octubre 2010.
- 1258 «Unconventional monetary policy and the great recession: estimating the impact of a compression in the yield spread at the zero lower bound», C. Baumeister y L. Benati, octubre 2010.
- 1259 «Finance and diversification», S. Manganelli y A. Popov, octubre 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).
- «Eurosystem 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 – Eurosystem 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 Eurosistema – 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 Eurosistema», 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 Eurosistema – 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 Eurosistema – 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 Eurosistema – 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).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – abril 2010», mayo 2010 (solo en Internet).

«TARGET Annual Report 2009», mayo 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Paulo Rangel, Member of the European Parliament, regarding structural reforms», mayo 2010.

«Financial Stability Review», junio 2010.

«Structural Issues Report 2010 – Energy markets and the euro area macroeconomy», junio 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – mayo 2010», junio 2010 (solo en Internet).

«Reinforcing economic governance in the euro area – The ECB Governing Council’s proposals to strengthen decisively governance and enforcement structures in the economic policy framework of the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to the President of the European Council, Mr Herman Van Rompuy, presenting the ECB Governing Council’s proposals for reinforcing economic governance in the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Andreas Mölzer, Member of the European Parliament, regarding questions related to the governance of the euro area», junio 2010 (solo en Internet).

«Letter from the ECB President to Mr Ioannis A. Tsoukalas, Member of the European Parliament, on questions related to the Greek crisis», julio 2010 (solo en Internet).

«Informe Mensual sobre el Programa de Adquisiciones de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) del Eurosistema – junio 2010», julio 2010 (solo en Internet).

«European Commission’s public consultation on derivatives and market infrastructures – Eurosystem contribution», julio 2010 (solo en Internet).

«The international role of the euro», julio 2010.

«EU stress-test exercise: key message on methodological issues», julio 2010 (solo en Internet).

«EU stress-test exercise: technical note on the macroeconomic scenarios and reference risk parameters», julio 2010 (solo en Internet).

«Pruebas de resistencia realizadas en la UE en 2010. Preguntas y respuestas», julio 2010 (solo en Internet).

«Commission public consultation on short selling – Eurosystem reply», agosto 2010 (solo en Internet).

«The payment system: payments, securities and derivatives, and the role of the Eurosystem», septiembre 2010.

«Eurosystem assessment report on the implementation of the business continuity oversight expectations for systemically important payment systems», septiembre 2010 (solo en Internet).

«Euro money market survey», septiembre 2010 (solo en Internet).

«EU banking sector stability», septiembre 2010 (solo en Internet).

«Beyond RoE: how to measure bank performance – appendix to the report on EU banking structures», septiembre 2010 (solo en Internet).

«EU banking structures», septiembre 2010 (solo en Internet).

«Oversight framework for credit transfer schemes», octubre 2010 (solo en Internet).

«Oversight framework for direct debit schemes», octubre 2010 (solo en Internet).

«Summary of the outcome of the public consultation on the overnight frameworks for credit transfer and direct debit schemes», octubre 2010 (solo en Internet).

«Enhancing monetary analysis», octubre 2010.

«Recent developments in supervisory structures in the EU Member States (2007-10)», octubre 2010 (solo en Internet).

«Survey on the access to finance of SMEs in the euro area – March to septiembre 2010», octubre 2010 (solo en Internet).

«Seventh SEPA progress report: beyond theory into practice», octubre 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](http://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.