



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

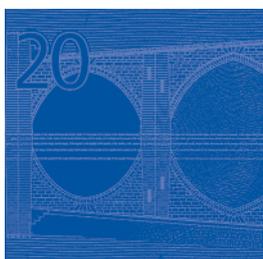
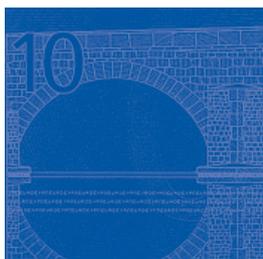
# BOLETÍN MENSUAL FEBRERO





BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL FEBRERO 2011

En el año 2011,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 100 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, 2011

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid, 2011

**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**

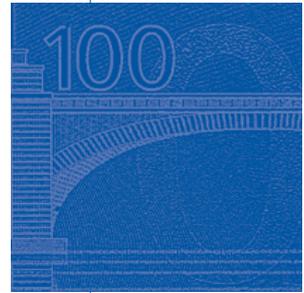
+49 69 13446000

*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 2 de febrero de 2011.*

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



# ÍNDICE

## EDITORIAL

### EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

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

#### Recuadros

- 1 El sector de IFM en Estonia y su impacto en las estadísticas monetarias de la zona del euro **17**
- 2 Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de enero de 2011 **22**
- 3 Evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro en 2008 y 2009 **30**
- 4 Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2010 **44**
- 5 Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base **52**
- 6 Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre de 2011 **59**
- 7 La actual recuperación de la zona del euro en los componentes del gasto desde una perspectiva histórica **65**
- 8 Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva **69**

### ARTÍCULOS

- Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente **77**
- El contenido informativo de los precios de las opciones durante la crisis financiera **93**

## 5 ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO

SI

### ANEXOS

- 9** Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema **I**
- 51** Publicaciones del Banco Central Europeo **V**
- 64** Glosario **VII**

## ABREVIATURAS

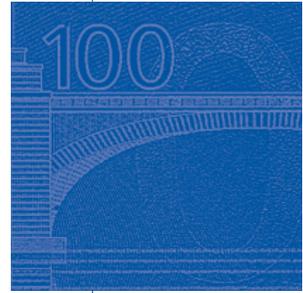
### PAÍSES

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

### OTRAS

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

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



## EDITORIAL

El Consejo de Gobierno, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, confirmó en su reunión celebrada el 3 de febrero de 2011 que el nivel de los tipos de interés oficiales del BCE sigue siendo apropiado y, en consecuencia, decidió mantenerlos sin variación. Teniendo en cuenta toda la información y los análisis disponibles desde su reunión del 13 de enero de 2011, el Consejo de Gobierno sigue viendo evidencia de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y de las materias primas, lo que no ha afectado hasta el momento a su valoración de que la evolución de los precios seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento muy atento. Los últimos datos económicos confirman que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, mientras que la incertidumbre sigue siendo elevada. El análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo deberían continuar contenidas. 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, el Consejo de Gobierno espera que la estabilidad de precios se mantenga a medio plazo, y la actual orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia. La orientación de la política monetaria, la provisión de liquidez y las modalidades de adjudicación se ajustarán cuando resulte apropiado, teniendo en cuenta que todas las medidas no convencionales adoptadas durante el período de agudas tensiones en los mercados financieros son, 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.

En lo que se refiere al análisis económico, tras el incremento del 0,3% de la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, los datos estadísticos re-

cientos y los resultados de las últimas encuestas referidos al cuarto trimestre y a los primeros meses del año siguen confirmando el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro. En cuanto al futuro, las exportaciones de la zona del euro deberían beneficiarse de la actual recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta el nivel relativamente alto de la confianza empresarial en la zona del euro, la demanda interna del sector privado debería contribuir en mayor medida al crecimiento, respaldada por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Sin embargo, se espera que el proceso de ajuste de los balances que se está produciendo en varios sectores modere la recuperación de la actividad.

De acuerdo con la valoración realizada por el Consejo de Gobierno, los riesgos para estas perspectivas económicas todavía se inclinan ligeramente a la baja, en un entorno en el que la incertidumbre sigue siendo elevada. Por una parte, el comercio internacional podría continuar creciendo más rápidamente de lo esperado, respaldando las exportaciones de la zona del euro. Además, la fortaleza de la confianza empresarial podría prestar un apoyo mayor de lo esperado actualmente a la actividad económica de la zona del euro. Por otra parte, los riesgos a la baja están relacionados con las tensiones observadas en algunos segmentos de los mercados financieros y con su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Otros riesgos a la baja están relacionados 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.

Respecto a la evolución de los precios, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en enero de 2011 en el 2,4%, frente al 2,2% registrado en diciembre. Este incremento adicional se había previsto en términos generales y refleja principalmente la subida de los precios de la energía. En los próximos meses, las tasas de inflación podrían incrementarse temporalmente en mayor

medida, y probablemente se sitúen ligeramente por encima del 2% durante la mayor parte de 2011, moderándose posteriormente en los últimos meses del año. En conjunto, el Consejo de Gobierno sigue viendo evidencias de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y de otras materias primas. Dicha presión también puede apreciarse en las primeras fases del proceso de producción. Esta situación no ha afectado por el momento a la valoración del Consejo de Gobierno de que la evolución de los precios seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento muy atento. Las expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para las perspectivas a medio plazo para la evolución de los precios siguen, en general, equilibrados, aunque, como se indicó en enero, podrían situarse al alza. En este momento, los riesgos alcistas están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a lo esperado actualmente, debido al saneamiento de las finanzas públicas que será necesario realizar en los próximos años, y las presiones sobre los precios en la cadena de producción podrían incrementarse en mayor medida. Los riesgos bajistas están relacionados sobre todo con el impacto sobre la inflación de un potencial menor crecimiento, en vista de la actual incertidumbre.

Por lo que concierne al análisis monetario, la tasa de crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 1,7% en diciembre de 2010, desde el 2,1% registrado en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos al sector privado también disminuyó, aunque ligeramente, situándose en diciembre en el 1,9%, frente al 2,0% observado en noviembre. Estos descensos obedecen en parte a la corrección de factores especiales registra-

dos en noviembre y no son indicativos de un debilitamiento general de la dinámica monetaria. Por lo tanto, en conjunto, el crecimiento del agregado monetario amplio y de los préstamos sigue siendo reducido, confirmando la evaluación de que el ritmo subyacente de la expansión monetaria es moderado y de que las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo deberían mantenerse contenidas.

Considerando los componentes de M3, el crecimiento interanual de M1 siguió moderándose hasta el 4,4% en diciembre de 2010, como reflejo de la baja remuneración general de los depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la pendiente de la curva de rendimientos ha vuelto a aumentar ligeramente, mostrando que el atractivo de los instrumentos a corto plazo incluidos en M3 continúa descendiendo en comparación con instrumentos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en M3.

En cuanto a las contrapartidas, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado ha seguido ocultando diferencias en la magnitud del crecimiento observado en los distintos sectores. El crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras fue del -0,2% en diciembre, tras el -0,1% registrado el mes anterior, mientras que el crecimiento de los préstamos a hogares ascendió hasta situarse en el 3,0% en diciembre, desde el 2,8% registrado en noviembre. Teniendo en cuenta los efectos de las bajas de préstamos de los balances bancarios y haciendo abstracción de la volatilidad a corto plazo, los últimos datos confirman un fortalecimiento gradual y continuado del crecimiento interanual de los préstamos al sector privado no financiero.

Al mismo tiempo, los últimos datos apuntan a que, en general, el tamaño de los balances de las entidades de crédito ha vuelto a contraerse, tras la expansión registrada durante la mayor parte de 2010, debido principalmente a un descenso de los préstamos entre entidades. Resulta importante que las entidades sigan aumentando la provisión de crédito al sector privado, en un entorno de incremento de la demanda. Para responder a este reto, en los casos en que resulte necesario, es imprescindible que las entidades de crédito no distribuyan beneficios, recurran

al mercado para reforzar sus bases de capital y aprovechen plenamente 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 información y los análisis disponibles desde su reunión del 13 de enero de 2011, el Consejo de Gobierno sigue viendo evidencia de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación, debido principalmente a los precios de la energía y de las materias primas. Esta situación no ha afectado hasta el momento a la valoración del Consejo de Gobierno de que la evolución de los precios seguirá siendo compatible con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario realizar un seguimiento muy atento. Los últimos datos económicos confirman que se mantiene el impulso positivo subyacente de la actividad económica de la zona del euro, aunque la incertidumbre sigue siendo elevada. El contraste de los resultados del análisis económico con los del análisis monetario indica que las presiones inflacionistas a medio plazo y a largo plazo deberían continuar contenidas. 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 lo que se refiere a las políticas fiscales, es imprescindible que todos los Gobiernos apliquen plenamente sus respectivos planes de consolidación fiscal en 2011. En los casos en que resulte necesario, deben aplicarse sin demora medidas correctoras adicionales, a fin de garantizar el progreso hacia la sostenibilidad presupuestaria. En los años posteriores a 2011, los países tendrán que especificar medidas concretas de política en sus programas de ajuste plurianuales a fin de reforzar la credibilidad

de sus objetivos de saneamiento presupuestario. La experiencia demuestra que la contención del gasto es un paso importante para lograr y mantener unas finanzas públicas saneadas, especialmente cuando está recogido en disposiciones nacionales vinculantes. Este compromiso contribuye a reforzar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, reduce las primas de riesgo de tipo de interés y mejora las condiciones necesarias para un crecimiento sólido y sostenido. La aplicación de políticas creíbles resulta imprescindible, considerando las actuales presiones en los mercados financieros

Deberían aplicarse con urgencia reformas estructurales sustanciales y de gran alcance, que complemente el ajuste fiscal, a fin de mejorar las perspectivas de un aumento sostenible del crecimiento y del empleo. Se necesitan reformas importantes especialmente en aquellos países que han experimentado una pérdida de competitividad en el pasado o que presentan déficits presupuestarios y exteriores elevados. Un incremento de la competencia en el mercado de productos y una mayor flexibilidad de los mercados de trabajo representarían un respaldo adicional del proceso de ajuste de la economía. Estas reformas estructurales deberían estar apoyadas por las mejoras necesarias de la estructura del sector bancario. El saneamiento de los balances, la gestión efectiva del riesgo y unos modelos de negocio transparentes y sólidos siguen siendo elementos fundamentales para reforzar la resistencia de las entidades de crédito a las perturbaciones y garantizar un acceso adecuado a la financiación, creando las condiciones para la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. El primero analiza la evolución reciente de las expectativas de inflación en la zona del euro. En el segundo artículo se examina el contenido informativo de los precios de las opciones durante la crisis financiera.

# EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial continúa y se está haciendo cada vez más autosostenida. Los indicadores más recientes apuntan a que el ritmo de crecimiento mundial, que se afianzó a lo largo del último trimestre de 2010, ha seguido siendo sólido a comienzos de 2011. En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen estando contenidas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando, como resultado de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. En las economías emergentes más dinámicas, estos incrementos de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación hayan seguido aumentando.

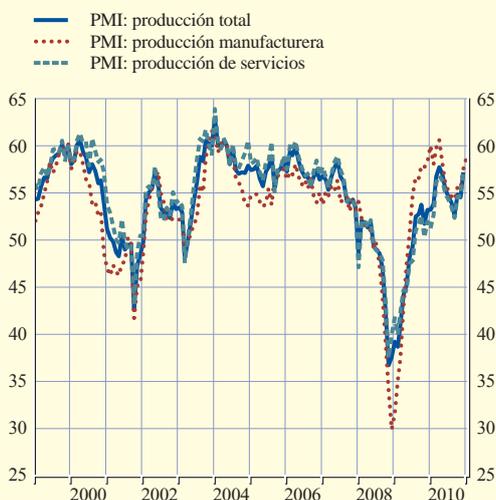
### I.1 EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

La recuperación de la economía mundial continúa y es cada vez más autosostenida. Los datos sobre el PIB publicados para el tercer y el cuarto trimestre han confirmado que dicha recuperación continuó en el segundo semestre de 2010, aunque a un ritmo más moderado que en el primer semestre del año. Al mismo tiempo, se observan diferencias en cuanto a la fuerza de la recuperación entre unas regiones y otras. Los indicadores más recientes señalan que el ritmo de crecimiento mundial, que se afianzó a lo largo del último trimestre de 2010, continuó a comienzos de 2011. En enero, el índice PMI global de producción manufacturera aumentó hasta 58,65 (véase gráfico 1). Este repunte de la actividad también ha venido acompañado de un incremento del componente de nuevos pedidos del índice PMI, que alcanzó su nivel más elevado para un año.

En las economías avanzadas, las presiones inflacionistas siguen estando contenidas, aunque los precios de los bienes intermedios han estado repuntando, como resultado de la subida de los precios de los alimentos y las materias primas. En las economías emergentes más dinámicas, estos incrementos

Gráfico 1 PMI: producción mundial

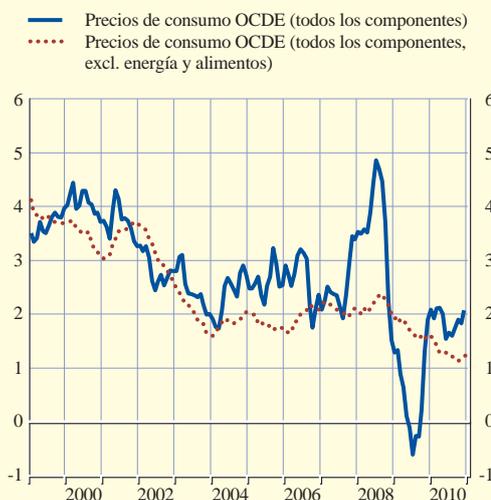
(índice de difusión; datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

Gráfico 2 Evolución internacional de los precios

(datos mensuales; tasas de variación interanual)



Fuente: OCDE.

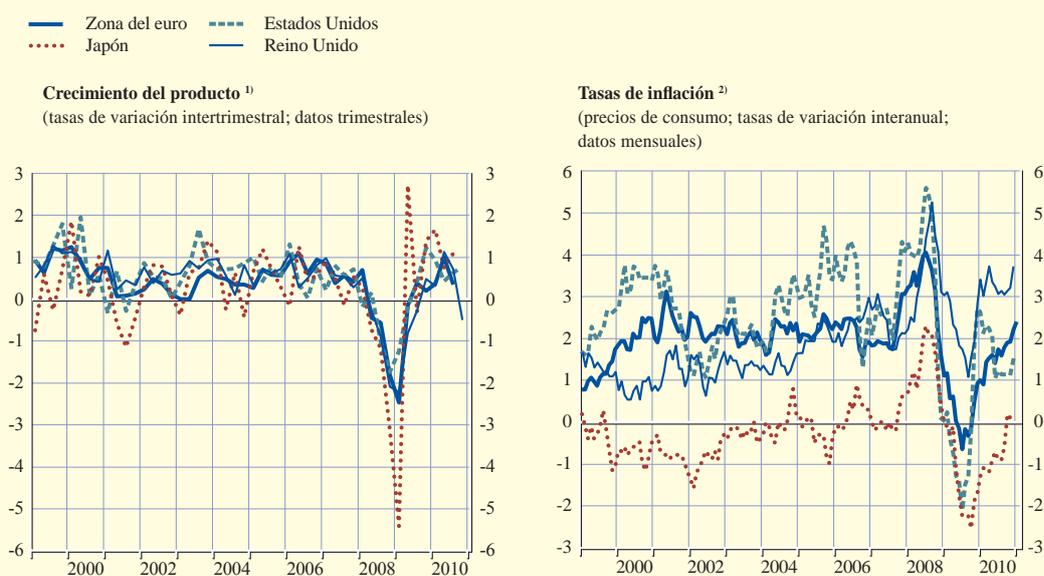
de los precios de los bienes intermedios, sumados a la solidez de la actividad económica, han hecho que las tasas de inflación hayan seguido aumentando. La inflación interanual aumentó en los países de la OCDE hasta el 2,1% en diciembre, frente al 1,8% observado en noviembre (véase gráfico 2). Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual se situó en el 1,2% en diciembre, sin variación con respecto a noviembre.

### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la economía siguió recuperándose en el último trimestre de 2010. Según la estimación preliminar de la Oficina de Análisis Económico, el crecimiento intertrimestral del PIB real se situó en el 0,8% (3,2%, en tasa anualizada), frente al 0,6% del tercer trimestre (véase gráfico 3). Esta aceleración refleja un ritmo de crecimiento más sólido del gasto en consumo y una contribución positiva de la demanda exterior neta, dado que las exportaciones continuaron creciendo y las importaciones se redujeron. La inversión en bienes de equipo y *software* también se incrementó, aunque a un ritmo más lento que en trimestres anteriores. Por el contrario, la significativa contribución negativa de la acumulación de existencias moderó el crecimiento. En términos reales, el nivel del PIB en el cuarto trimestre sobrepasó, por primera vez, el máximo alcanzado antes de la recesión en el cuarto trimestre de 2007. De cara al futuro, se prevé que la recuperación siga siendo moderada en el medio plazo.

Las presiones inflacionistas siguen estando contenidas en Estados Unidos en un contexto de notable atonía económica. La inflación, medida por el IPC, ascendió hasta el 1,5% en diciembre, excediendo, por primera vez, la estrecha banda del 1,1% al 1,2% registrada desde junio de 2010. El aumento de los precios de consumo reflejó, principalmente, el impacto de los costes más elevados de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual no experimentó variación en diciembre,

**Gráfico 3 Principales indicadores de las economías más industrializadas**



Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) Para la zona del euro y Reino Unido se utilizan datos de Eurostat; para Estados Unidos y Japón, datos nacionales. Los datos del PIB se han desestacionalizado.

2) IAPC para la zona del euro y Reino Unido; IPC para Estados Unidos y Japón.

manteniéndose en el 0,8% y alcanzando una media del 1% a lo largo de 2010, frente al 1,7% de 2009. El 26 de diciembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin cambios el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales en una banda comprendida entre el 0% y el 0,25%, y siguió pronosticando que la situación económica probablemente justifique que dicho tipo de interés se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante un período prolongado.

### JAPÓN

En Japón, los datos disponibles apuntan a una desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2010, principalmente como consecuencia de la debilidad del gasto de los hogares, que se redujo en diciembre, por tercer mes consecutivo, un 3,3%, en tasa interanual. Con todo, los datos de las encuestas aportan señales positivas. La encuesta Economy Watchers Survey muestra un aumento por segundo mes consecutivo en diciembre, con una mejora del clima económico que afecta a una amplia gama de sectores. El índice PMI de enero correspondiente al sector manufacturero se situó en 51,4, es decir, por encima del umbral de 50 que separa la expansión de la contracción, lo que indica una aceleración de la actividad manufacturera. También se observan indicios de una reanudación del crecimiento en los sectores de exportación, dado que las exportaciones mejoraron en noviembre y diciembre, y la producción industrial aumentó por primera vez en seis meses en noviembre. De cara al futuro, es probable que la actividad económica experimente una moderada aceleración en el primer trimestre de 2011, respaldada principalmente por el constante y sólido crecimiento que registran las economías emergentes de Asia. No obstante, se prevé que el consumo privado siga siendo débil en ausencia de nuevos planes de estímulo fiscal.

La inflación interanual, medida por el IPC, se situó en el 0% en diciembre, tras haber aumentado durante dos meses consecutivos en noviembre y octubre. Excluidos los alimentos frescos, la tasa interanual, medida por el IPC, fue del -0,4%, mientras que, si se excluyen los alimentos frescos y la energía, se situó en el -0,7%. El 25 de enero, el Banco de Japón decidió mantener sin variación, entre el 0,0% y el 0,1%, el objetivo fijado para los tipos de interés de los préstamos a un día sin garantía.

### REINO UNIDO

En el Reino Unido, la recuperación económica ha sido vacilante en los últimos meses. Según las estimaciones provisionales, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB real se redujo un 0,5% en el cuarto trimestre de 2010, tras registrar una expansión del 0,7% en el tercer trimestre (véase gráfico 3). Atribuido, en parte, a las desfavorables condiciones meteorológicas de diciembre, el descenso del producto a lo largo del trimestre tuvo su origen en la evolución de los sectores de servicios y construcción. Los precios de la vivienda han mantenido su tendencia a la baja en los últimos meses en un contexto de moderación de la actividad en el mercado de la vivienda. De cara al futuro, los ajustes de las existencias, las políticas 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, ha seguido siendo elevada, aumentando hasta el 3,7% en diciembre de 2010, frente al 3,3% registrado en noviembre. De cara al futuro, se prevé que los efectos retardados de la depreciación de la libra esterlina, la subida de los precios de las materias primas y el aumento del IVA en enero de 2011 ejerzan nuevas presiones 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.

## CHINA

En China, el PIB real creció un 9,8%, en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2010, frente al 9,6% registrado en el tercer trimestre, lo que indica la capacidad de resistencia de la economía frente a la retirada de las medidas de estímulo a lo largo de 2010. La inversión siguió siendo la principal fuente de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2010, mientras que la contribución del consumo privado se redujo y se sitúa ahora por debajo de la media histórica de largo plazo. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento continuó siendo positiva en el último trimestre de 2010, debido a la fortaleza de la demanda externa.

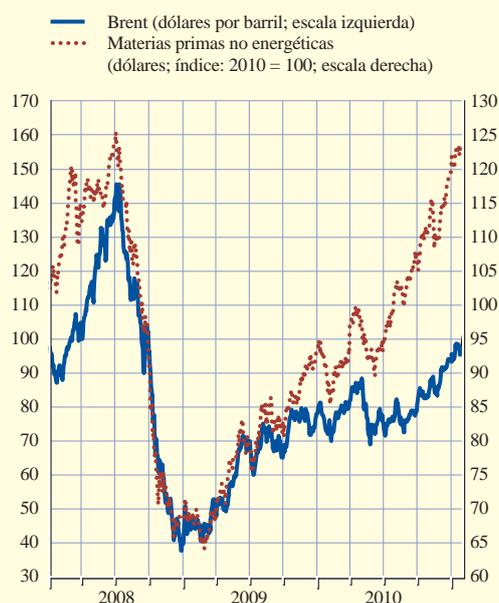
En diciembre, la inflación interanual, medida por el IPC, descendió hasta el 4,6%, desde el 5,1% registrado en noviembre, como consecuencia de efectos de base y de una desaceleración de la inflación de precios de los alimentos en respuesta a las medidas administrativas adoptadas en noviembre. No obstante, se prevé que, como consecuencia de los elevados precios de las materias primas y de la abundante liquidez interna, las presiones inflacionistas sigan siendo altas en el primer semestre de 2011. Los precios inmobiliarios también siguieron aumentando en diciembre por cuarto mes consecutivo. La concesión de préstamos bancarios continuó con fuerza en diciembre, alcanzándose un total de 7,9 billones de renminbis en concepto de nuevos préstamos otorgados en 2010, superando así el objetivo oficial de 7,5 billones de renminbis. En un contexto de holgada liquidez interna y de mantenimiento de las presiones inflacionistas, el Banco Central de la República Popular China imprimió una orientación aún más restrictiva a su política monetaria. El 20 de enero, las autoridades monetarias elevaron en 50 puntos básicos el coeficiente de reservas, que ahora se sitúa en el 19% para los grandes bancos y en el 17% para las entidades de crédito pequeñas y medianas.

## 1.2 MERCADOS DE MATERIAS PRIMAS

Los precios del petróleo siguieron subiendo en enero. El 2 de febrero, el precio del barril de Brent se situaba en 101,1 dólares estadounidenses, es decir, un 29,2% por encima del nivel registrado a comienzos de 2010 y un 8,5% por encima del observado a principios de enero (véase gráfico 4). De cara al futuro, los participantes en el mercado prevén que los precios del crudo se mantengan estables en el medio plazo, negociándose actualmente los futuros con entrega en diciembre de 2012 a 103,3 dólares estadounidenses el barril.

Si se consideran las variables fundamentales, la recuperación de la demanda de petróleo se está consolidando tanto en las economías emergentes como en las desarrolladas, y los elevados precios no parecen haber moderado, hasta ahora, las presiones de la demanda. Por el lado de la oferta, pese a la reciente decisión de la OPEP de no modificar las cuotas de producción, han comenzado a observarse algunas señales de sobreproducción por parte de los principales países miembros de

Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg y HWWI.

la organización, lo que podría interpretarse como una acción deliberada para atenuar las presiones de precios. De hecho, el ritmo de reducción de las existencias ha mostrado también algunos signos de desaceleración.

Los precios de las materias primas no energéticas también aumentaron en enero. Los precios de los alimentos siguieron registrando incrementos significativos, impulsados en particular por el trigo, el maíz y el cacao. Estos incrementos fueron sostenidos, debido a la combinación de dos factores: la solidez de la demanda y la escasez de oferta como consecuencia de las adversas condiciones meteorológicas. Por el contrario, los precios de los metales se mantuvieron, en general, estables, registrándose aumentos en el caso del níquel y del estaño, que se compensaron con descensos en los precios del plomo y el zinc. En cifras agregadas, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba, a finales de enero de 2011, un 34% por encima del nivel de comienzos de ese mes.

### 1.3 TIPOS DE CAMBIO

Tras la depreciación experimentada desde noviembre de 2010 hasta la primera semana de enero de 2011, el euro se apreció de nuevo a finales de enero en términos efectivos nominales, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Desde el máximo alcanzado el 4 de noviembre hasta el mínimo del 10 de enero, el tipo de cambio efectivo del euro se había depreciado en torno a un 6%, para repuntar de nuevo un 4% hasta el 2 de febrero. Como resultado, el 2 de febrero de 2011, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situaba un 1,7% por debajo del nivel de finales de octubre de 2010 y un 0,7% por debajo de la media de 2010 (véase gráfico 5).

En términos bilaterales, durante los dos últimos meses de 2010 y enero de 2011, el euro se debilitó frente a la mayoría de las principales monedas. Entre el 29 de octubre de 2010 y el 2 de febrero de 2011,

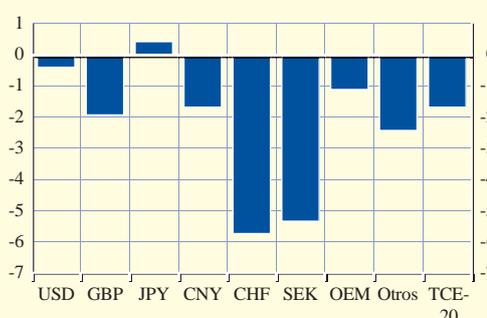
Gráfico 5 Tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20) y sus componentes<sup>1)</sup>

(datos diarios)

Índice: I 1999 = 100



Contribuciones a las variaciones del TCE-20<sup>2)</sup>  
Del 29 de octubre de 2010 al 2 de febrero de 2011  
(en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

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

2) Se muestran las contribuciones a las variaciones del TCE-20 correspondientes a cada una de las monedas de los 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-20 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.

### Cuadro 1 Evolución del tipo de cambio del euro<sup>1)</sup>

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

	Ponderación en el TCE-20	Nivel al 2 de febrero de 2011	Apreciación (+)/depreciación (-) del euro al 2 de febrero de 2011		
			desde:		en comparación con:
			29 de octubre de 2010	1 de enero de 2010	media de 2010
Dólar estadounidense	19,4	1,38	-0,4	-4,1	4,1
Libra esterlina	17,8	0,852	-1,9	-4,4	-0,7
Renminbi chino	13,6	9,09	-1,7	-7,5	1,3
Yen japonés	8,3	112,4	0,4	-15,9	-3,3
Franco suizo	6,4	1,29	-5,7	-13,1	-6,4
Zloty polaco	4,9	3,91	-1,7	-4,6	-2,0
Corona sueca	4,9	8,86	-5,3	-13,1	-7,1
Corona checa	4,1	24,12	-1,9	-8,2	-4,6
Won coreano	3,9	1.521,85	-2,3	-8,5	-0,7
Forint húngaro	3,1	269,59	-0,8	-0,1	-2,1
TCEN <sup>2)</sup>		104,0	-1,7	-7,1	-0,7

Fuente: BCE.

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

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

se depreció un 5,7% frente al franco suizo, un 5,3% frente a la corona sueca, un 1,7% frente al renminbi chino y un 0,4% frente al dólar estadounidense. La depreciación frente al dólar estadounidense, sumada a la correspondiente depreciación de las monedas vinculadas a este, representó menos de una cuarta parte de la depreciación total en términos efectivos (véase gráfico 5). La moneda única también se depreció significativamente frente a las monedas de los países productores de materias primas (dólar australiano, dólar canadiense y corona noruega) y, en menor medida, frente a la libra esterlina, mientras que se apreció ligeramente (un 0,4%) frente al yen japonés (véase cuadro 1).

Entre el 29 de octubre de 2010 y el 2 de febrero de 2011, las monedas que participan en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades o en torno a dichas paridades. El lats letón, tras haber permanecido durante muchos meses en la zona débil de la banda de fluctuación de  $\pm 1\%$ , también se desplazó, acercándose a la paridad central en enero.

#### 1.4 PERSPECTIVAS DEL ENTORNO EXTERIOR

Los indicadores más recientes señalan que el ritmo de crecimiento mundial ha seguido afianzándose a comienzos de 2011. De cara al futuro, se prevé que la economía mundial se fortalezca gradualmente a medida que las condiciones de financiación continúen normalizándose en un en-

#### Gráfico 6 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.

torno de políticas monetarias acomodaticias. Esta evolución está en consonancia con los últimos indicadores sintéticos de la OCDE, correspondientes a noviembre, que apuntan a que se mantendrá el ritmo de crecimiento en los países de la OCDE (véase gráfico 6).

Los riesgos para la actividad mundial se inclinan ligeramente a la baja y la incertidumbre sigue siendo elevada. Por un lado, el comercio mundial podría seguir creciendo con más rapidez de la esperada. Por otro lado, siguen preocupando las tensiones en algunos segmentos de 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.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

Las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado experimentaron un descenso en diciembre. Esta disminución se debe, en cierta medida, a la reversión parcial de un factor especial observado en noviembre relacionado con operaciones interbancarias realizadas a través de plataformas electrónicas de negociación. Si se considera más allá de este efecto, los datos más recientes indican una recuperación constante, aunque modesta, del crecimiento monetario y de los préstamos, y confirman la valoración de que la expansión monetaria subyacente es moderada y de que las presiones inflacionistas a medio y a largo plazo deberían permanecer contenidas. Una vez ajustados por la baja de balance de préstamos de las IFM, los datos más recientes confirman que el crecimiento de los préstamos al sector privado se está viendo favorecido por la continuada recuperación de los préstamos a los hogares y a las sociedades no financieras. Por último, los principales activos de las IFM registraron una contracción en diciembre, reflejando una reducción del crédito interbancario, mientras que continuó la expansión de los préstamos al sector privado.

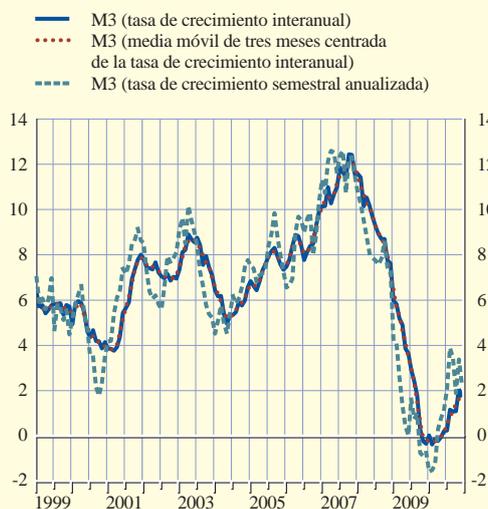
#### EL AGREGADO MONETARIO AMPLIO M3

La tasa de crecimiento interanual de M3 se redujo hasta situarse en el 1,7% en diciembre, desde el 2,1% de noviembre (véase gráfico 7), aunque continuó en niveles claramente superiores a los de meses anteriores. En cierta medida, este descenso es consecuencia de la reversión parcial de un factor especial (concretamente, los elevados flujos de entrada registrados en las cesiones temporales, reflejo de operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central), que incrementó el crecimiento de M3 el mes precedente. El crecimiento intermensual siguió siendo volátil, y volvió a ser negativo en diciembre (el -0,1%), tras haber sido positivo en noviembre (el 0,5%) y negativo en octubre. Los datos más recientes son acordes con la valoración de que la dinámica monetaria de la zona del euro se está recuperando gradualmente, aunque llevan asociada cierta incertidumbre en torno a su fortaleza actual.

En los últimos meses, la pendiente de la curva de rendimientos ha aumentado ligeramente su inclinación (tras el aplanamiento observado durante la mayor parte de 2010), reduciendo con ello el atractivo de mantener activos monetarios incluidos en M3 frente a activos a más largo plazo mejor remunerados no incluidos en este agregado monetario. Este factor puede haber influido en las salidas que se registraron en M3 en diciembre. Estas salidas fueron particularmente abultadas en el caso de ciertos instrumentos no incluidos en M1, pero quedaron compensadas, en parte, por las entradas observadas en los depósitos a la vista. Esta evolución divergente dentro de M3 puede reflejar el hecho de que los diferenciales entre los tipos de interés a los que se remuneran los diversos depósitos a corto plazo no han vuelto a ampliarse, de modo que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista no se ha incrementado.

Gráfico 7 Crecimiento de M3

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



Fuente: BCE.

En cuanto a las contrapartidas, el descenso observado en la tasa de crecimiento interanual de M3 en diciembre se plasmó en una ligera caída de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado. Esa disminución fue reflejo de un marcado descenso de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (OIF) y de una ligera reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras.

Los principales activos mantenidos por las IFM de la zona del euro disminuyeron en diciembre, principalmente como consecuencia de la contracción de los volúmenes de préstamos interbancarios y de las tenencias de valores distintos de acciones emitidos por las IFM. Los datos de los últimos meses indican que el tamaño del balance agregado de las IFM ha vuelto a reducirse, tras haberse incrementado durante la mayor parte de 2010. No obstante, esta evolución no ha ido acompañada de un descenso de los préstamos al sector privado de la zona del euro, que han continuado aumentando con moderación.

Las estadísticas monetarias de Estonia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro de enero de 2011 (véase más adelante).

#### Recuadro I

### EL SECTOR DE IFM EN ESTONIA Y SU IMPACTO EN LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO

El 1 de enero de 2011, Estonia adoptó el euro, con lo que el número de países miembros que integran la zona del euro pasó de 16 a 17. Las estadísticas monetarias de Estonia se incluirán por primera vez en los agregados de la zona del euro de enero de 2011, que se publicarán el 25 de febrero y aparecerán en el Boletín Mensual de marzo de 2011<sup>1</sup>. A continuación se destacan algunas características de los balances de las IFM residentes en Estonia<sup>2</sup>, que forman la base de la contribución de este país a las estadísticas monetarias de la zona del euro.

#### Principales características del sector de IFM de Estonia

A finales de diciembre de 2010, el total de IFM residentes en Estonia era de 37, mientras que en la zona del euro (excluida Estonia) había, en total, 7.828 IFM<sup>3</sup>. El balance agregado de las IFM de Estonia ascendía a un total de 22 mm de euros a finales de diciembre de 2010, lo que representa, aproximadamente, el 0,1% del balance agregado de las IFM de la zona del euro ampliada. Esta contribución es menor que las de otros países que se han incorporado a la zona del euro en los últimos años. En el caso de Malta, Eslovaquia y Eslovenia, los balances agregados de las respectivas IFM representaron alrededor del 0,2% del balance agregado de las IFM de la zona del euro, mientras que en el caso de las IFM de Chipre se situó en torno al 0,4%.

1 A efectos de las estadísticas monetarias, la serie de la zona del euro incluye todos los Estados miembros de la UE que habían adoptado el euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Este enfoque, que se aplica también a las estadísticas de tipos de interés de las IFM y al IAPC, se diferencia del aplicado a todas las demás series de datos, como el PIB, en cuyo caso los datos se refieren a la composición actual de la zona del euro en toda la serie temporal.

2 Para más información sobre la metodología estadística adoptada para las estadísticas del balance de las IFM con respecto a la ampliación de la zona del euro, véase el recuadro titulado «Repercusiones de la incorporación de Eslovenia a la zona del euro en las estadísticas monetarias», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2007. Véanse también las «Notas generales» que aparecen al final del *Boletín Mensual*.

3 Para más información sobre la evolución del sector de IFM de la UE, véase, por ejemplo, <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/mfi/general/html/index.en.html>.

## Impacto de los datos de Estonia sobre el agregado M3 de la zona del euro

Según los cálculos del BCE, la contribución de Estonia al agregado M3 de la zona del euro habría ascendido a 9 mm de euros en diciembre de 2010. Los depósitos representaban el 96% de esa contribución. Los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años (es decir, los depósitos a corto plazo) representaban los porcentajes más altos, con un 48% y un 42% del agregado M3 de Estonia, respectivamente (véase gráfico A), mientras que los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses representaban el 6%. En comparación, los depósitos totales, excluidas las cesiones temporales, totalizaban el 81% de M3 de la zona del euro (es decir, excluida Estonia) ese mes, mientras que las contribuciones de los depósitos a la vista y los depósitos a plazo hasta dos años eran algo menores (véase gráfico B). Las tenencias de valores distintos de acciones a corto plazo y de cesiones temporales de las IFM, que en la zona del euro ascendían, respectivamente, al 1% y al 4% de las tenencias de M3, eran insignificantes en Estonia. En este país no había fondos del mercado monetario residentes, mientras que las participaciones emitidas por los fondos del mercado monetario residentes en la zona del euro representaban el 6% del agregado M3 de la zona.

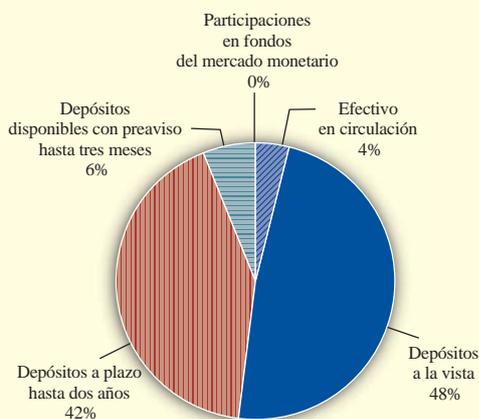
Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, los pasivos a más largo plazo de las IFM estonias ascendían a cerca de 2,5 mm de euros en diciembre de 2010, mientras que, en el activo del balance, los préstamos de las IFM al sector privado totalizaban alrededor de 14 mm de euros. En cuanto a la distribución por sectores, se concedieron préstamos por importe de 6 mm de euros a las sociedades no financieras y de 7 mm de euros a los hogares, mientras que los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y los fondos de pensiones recibieron menos de 0,5 mm de euros.

Las estadísticas del balance de las IFM de la zona del euro incluyen datos correspondientes a los Estados miembros de la UE que formaban parte de la zona en el mes de referencia. Así pues, a partir de enero de 2011, tanto los saldos vivos como las tasas de crecimiento incluirán los 17 países que integran actualmente la zona del euro<sup>4</sup>. La contribución de Estonia al saldo vivo del agregado M3 de

<sup>4</sup> A fin de evitar rupturas en las estadísticas, la inclusión de nuevos países se considera una reclasificación, es decir, se corrige en los datos sobre operaciones y, por consiguiente, también en las tasas de crecimiento.

**Gráfico A Composición de M3 de Estonia**

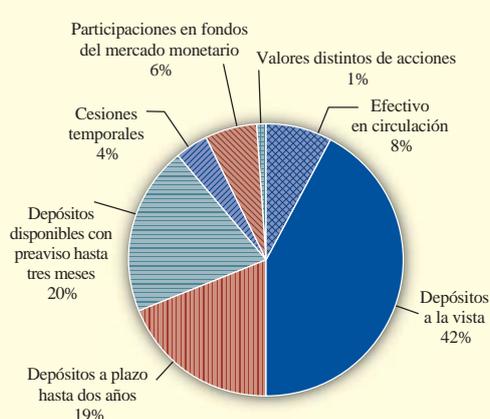
(diciembre 2010)



Fuente: BCE.

**Gráfico B Composición de M3 de la zona del euro**

(diciembre 2010)



Fuente: BCE.

la zona del euro en diciembre de 2010 habría sido de alrededor del 0,1%. En conjunto, dado el tamaño de esa contribución, la integración de Estonia en enero de 2011 no afectará a la dinámica de las estadísticas de M3 de la zona.

### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

En diciembre, la evolución de M3 se caracterizó por la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables, así como por un nuevo descenso de la tasa de crecimiento interanual de M1. La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista se mantuvo invariable, en niveles negativos. Por tanto, el estrechamiento de la brecha entre las tasas de crecimiento interanual de M1 y las de otros componentes de M3 observada en los últimos meses no continuó en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de M1 experimentó un ligero descenso y se situó en el 4,4% en diciembre, desde el 4,6% de noviembre, como consecuencia de la reducción de la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación (véase cuadro 2). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista se mantuvo estable, en el 4,4%, pero esta evolución ocultó un flujo mensual considerablemente positivo, que posiblemente refleje que la configuración de los tipos de interés de los depósitos a corto plazo prácticamente no se ha modificado, lo que implica que el coste de oportunidad de mantener depósitos a la vista en comparación con otros depósitos a corto plazo no aumentó de nuevo en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista permaneció invariable, en el -0,5%, en diciembre. Esta evolución ocultó una disminución perceptible de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses, que no obstante se mantuvo considerablemente positiva. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a plazo hasta dos años experimentó un aumento, aunque se mantuvo en niveles muy negativos. Ambos tipos de depósito registraron salidas en diciembre, reflejo, probablemente, del reciente aumento de la inclinación de la pendiente de la curva de rendimientos y, por tanto, de la existencia de mayores incentivos para desplazar fondos hacia activos a largo plazo no incluidos en M3.

La tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables se redujo hasta el -1,8% en diciembre, desde el 0,5% de noviembre. Este descenso estuvo relacionado con el hecho de que las participaciones en fondos del mercado monetario registraron una nueva salida, mostrando una evolución acorde con la de meses anteriores, en un entorno de bajos rendimientos<sup>1</sup>. También reflejó la moderación de la actividad en lo que respecta a las cesiones temporales, debido a la reversión parcial del elevado flujo de entrada observado en noviembre, que estuvo relacionado con operaciones interbancarias realizadas a través de entidades de contrapartida central. Al mismo tiempo, el sector tenedor de dinero reanudó las adquisiciones de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM, después de varios meses de desacumulación de estos instrumentos.

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 ligero retroceso en diciembre y se situó en el 3,2%, desde el 3,5% de noviembre. Esta evolución refleja, fundamentalmente, un pronunciado descenso de la contribución de los OIF. En cambio, los sectores privados no financieros continuaron aumentando sus tenencias de depósitos de M3 en diciembre, y las contribuciones de los hogares y de las sociedades no financieras a la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos registraron incrementos similares. La contribución

<sup>1</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los fondos del mercado monetario de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

de los hogares a la tasa de crecimiento total de la zona del euro ha mejorado gradualmente desde mediados de 2010, aunque se mantiene en un nivel relativamente reducido. En general, el sector de los OIF siguió siendo el que más contribuyó al crecimiento interanual de los depósitos de M3 en diciembre.

### 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 se redujo hasta situarse en el 3,5% en diciembre, desde el 4% de noviembre (véase cuadro 2). Esta evolución refleja el menor crecimiento del crédito concedido tanto a las Administraciones Públicas como al sector privado. El descenso observado en el caso del crédito a las Administraciones Públicas fue resultado, en gran medida, de que, en octubre, hubo que deshacer gradualmente una operación relacionada con los acuerdos de financiación relativos a un «banco malo»<sup>2</sup>.

La tasa de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector privado de la zona del euro descendió hasta el 1,6% en diciembre, desde el 1,9% del mes anterior, observándose reducciones en las contribuciones tanto de los préstamos como de las adquisiciones de valores de las IFM. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se redujo ligeramente y se situó en el 1,9%, reflejando una contracción del volumen de préstamos otorgados a los OIF (principalmente relacionados con la reversión de los efectos de las actividades de negociación interbancaria realizadas a través de plataformas electrónicas) y a las sociedades no financieras. Si los datos se ajustan por la baja del balance de préstamos de las IFM, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo invariable, en el 2,3%, en diciembre.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras prácticamente no se modificó en diciembre y fue del -0,2% (véase cuadro 3), registrándose flujos mensuales negativos en todos los plazos de vencimiento. Hasta ahora, el ritmo de recuperación del crédito concedido por las IFM a las sociedades no financieras ha sido moderado, posiblemente como consecuencia de que la recupera-

2 Para más detalles, véase el recuadro titulado «Reevaluación del impacto de las transferencias de activos a los “bancos malos” sobre el crédito de las IFM al sector privado de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2011.

**Cuadro 2 Cuadro resumen de variables monetarias**

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

	Saldo vivo en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2010 I	2010 II	2010 III	2010 IV	2010 Nov	2010 Dic
<b>M1</b>	<b>49,4</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>7,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
Efectivo en circulación	8,3	6,2	6,4	6,6	5,6	5,6	4,6
Depósitos a la vista	41,1	12,4	11,1	8,1	4,8	4,4	4,4
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	38,7	-8,2	-8,0	-5,1	-1,1	-0,5	-0,5
Depósitos a plazo hasta dos años	18,6	-22,7	-21,5	-16,1	-8,7	-7,6	-6,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	20,0	13,3	10,3	8,3	7,2	7,3	6,2
<b>M2</b>	<b>88,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	12,0	-11,7	-9,7	-6,6	-3,0	0,5	-1,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		9,8	9,2	8,0	11,9	13,3	12,0
Préstamos a las Administraciones Públicas		3,5	6,8	6,9	15,5	19,2	20,2
Crédito al sector privado		0,3	0,2	0,8	1,5	1,9	1,6
Préstamos al sector privado		-0,4	0,2	1,0	1,7	2,0	1,9
Préstamos al sector privado ajustados por ventas y titulizaciones		-0,2	0,2	1,0	1,9	2,3	2,3
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>

Fuente: BCE.

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

**Cuadro 3 Préstamos de las IFM al sector privado**

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

	Saldo vivo en porcentaje del total <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2010	2010	2010	2010	2010	2010
		I	II	III	IV	Nov	Dic
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>42,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Hasta un año	24,2	-12,3	-10,8	-8,3	-5,0	-4,3	-3,6
De uno a cinco años	19,3	-3,4	-4,6	-3,4	-2,1	-1,9	-2,3
Más de cinco años	56,5	3,2	3,1	2,9	2,4	2,4	2,2
<b>Hogares<sup>2)</sup></b>	<b>46,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
Crédito al consumo <sup>3)</sup>	12,4	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,3	-0,9
Préstamos para adquisición de vivienda <sup>3)</sup>	71,7	2,0	3,0	3,4	3,5	3,4	3,7
Otras finalidades	15,9	2,7	3,2	2,9	2,6	2,3	2,7
<b>Empresas de seguros y fondos de pensiones</b>	<b>0,9</b>	<b>-9,3</b>	<b>-9,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>7,7</b>	<b>14,2</b>	<b>8,1</b>
<b>Otros intermediarios financieros no monetarios</b>	<b>10,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>7,0</b>	<b>5,2</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.

ción económica está siendo desigual en los distintos países y sectores, así como de diferencias en la medida en que los sectores individuales necesitan y pueden recurrir a los préstamos bancarios, en lugar de financiarse mediante fondos internos o en los mercados. Para más detalles de la evolución de la demanda de préstamos de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro, así como de los criterios aplicados por las entidades de crédito para la aprobación de préstamos, véase el recuadro 2, titulado «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de enero de 2011». En el recuadro 4, titulado «Cuentas integradas de la zona del euro del tercer trimestre de 2010», se presenta un análisis más amplio del ahorro, la inversión y la financiación detallado por sectores institucionales.

Los préstamos concedidos por las IFM a los hogares registraron entradas mensuales relativamente elevadas en diciembre, que hicieron que la tasa de crecimiento interanual aumentara hasta el 3%, desde el 2,8% del mes precedente, pero se mantuvo en los niveles observados desde mediados de 2010. Este incremento tuvo su origen, en gran medida, en el aumento de los préstamos para adquisición de vivienda, en consonancia con la evidencia obtenida de los mercados de la vivienda de la zona del euro de que gran parte de la disminución del crecimiento del precio de la vivienda ya ha tocado fondo y de que, en algunos países, las tasas de crecimiento han pasado a ser positivas. Al mismo tiempo, se observó una nueva reducción del crédito al consumo, con una tasa de crecimiento interanual que permaneció en niveles negativos. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos aumentó hasta situarse en el 2,7% en diciembre.

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) volvió a aumentar ligeramente en diciembre, como consecuencia del mayor crecimiento de las tenencias del sector de dinero de valores distintos de acciones a largo plazo de las IFM. Los depósitos a largo plazo continuaron registrando salidas, en consonancia con los movimientos de los tipos de interés, lo que se tradujo en un leve estrechamiento del diferencial con respecto a los tipos de interés a los que se remuneran los depósitos a corto plazo y los depósitos de ahorro, por un lado, y en una ampliación del diferencial frente a los tipos de interés a largo plazo de mercado, por otro.

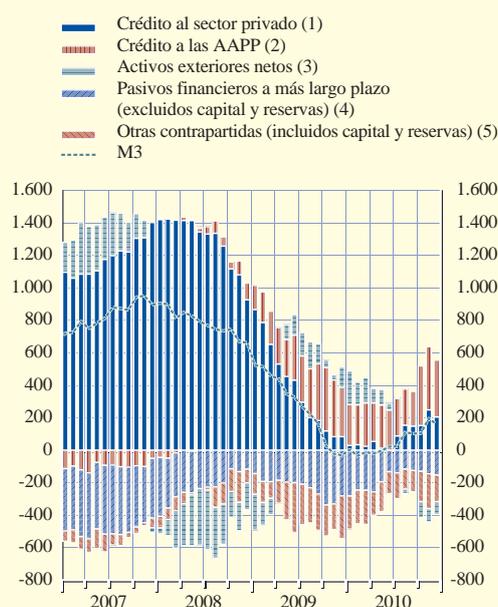
En la posición acreedora neta frente al exterior del sector de las IFM se registraron flujos interanuales de salida por importe de 79 mm de euros en diciembre, prácticamente sin variaciones con respecto a

la evolución observada en noviembre (véase gráfico 8). Estas salidas que se han producido, en términos interanuales, en los activos exteriores netos reflejaron la persistencia de flujos negativos en los activos exteriores (concretamente, en los valores distintos de acciones), que superaron los flujos interanuales negativos registrados en los pasivos exteriores. La contracción de los pasivos exteriores se debió, en gran parte, a la amortización de valores distintos de acciones a corto plazo de las IFM. No obstante, los flujos interanuales observados recientemente en las posiciones acreedora y deudora bruta de este sector han sido reducidos, si se comparan con los de años anteriores. En los últimos años, en general, las IFM de la zona del euro han sido acreedoras netas frente al resto del mundo (es decir, se han registrado flujos positivos en los activos exteriores netos), mientras que la zona del euro en su conjunto ha sido deudora neta (véase el recuadro 3, titulado «Evolución de la posición de inversión internacional de la zona del euro en 2008 y 2009»).

En general, si se considera más allá de la volatilidad a corto plazo, los datos monetarios más recientes continúan apuntando a una recuperación modesta del crecimiento monetario y de los préstamos en la zona del euro, y confirman la valoración de que el ritmo de expansión monetaria subyacente es moderado y de que, a medio y a largo plazo, las presiones inflacionistas deberían permanecer contenidas.

### Gráfico 8 Contrapartidas de M3

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



Fuente: BCE.

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

### Recuadro 2

#### RESULTADOS DE LA ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS DE LA ZONA DEL EURO DE ENERO DE 2011

En este recuadro se presentan los principales resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2011, que realiza el Eurosistema y que se llevó a cabo entre el 6 de diciembre de 2010 y el 10 de enero de 2011<sup>1</sup>. En general, los criterios que se aplican para la aprobación de préstamos a las sociedades no financieras y a los hogares con fines de consumo prácticamente no se modificaron en el último trimestre de 2010, mientras que los aplicados a los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda volvieron a endurecerse ligeramente. Al mismo tiempo, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que la demanda neta de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuó aumentando, mientras que la demanda neta de crédito al consumo se contrajo bastante menos que en los tres meses anteriores.

<sup>1</sup> La fecha límite para la recepción de los datos de las entidades participantes fue el 10 de enero de 2011. El 27 de enero de 2011 se publicó una valoración exhaustiva de los resultados, que se puede consultar en la dirección del BCE en Internet.

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.

### Préstamos y líneas de crédito a empresas

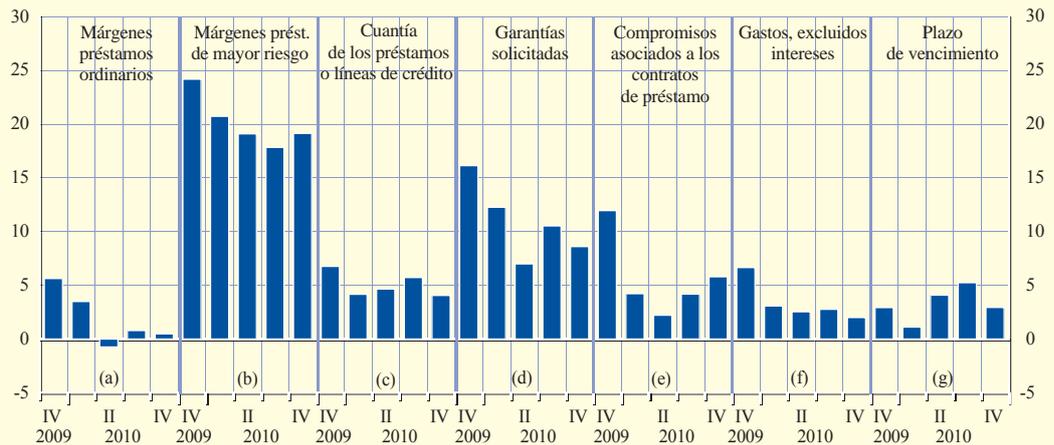
**Criterios de aprobación del crédito:** En el cuarto trimestre de 2010, el porcentaje neto<sup>2</sup> de entidades que indicó que los criterios aplicados para la aprobación de préstamos y líneas de crédito a empresas se habían endurecido se redujo hasta el 0%, desde el 4% del trimestre anterior (véase gráfico A). En comparación con las expectativas de las entidades participantes en la encuesta anterior (el 5%), esta evolución ha sido una pequeña sorpresa positiva, y fue resultado de un ligero aumento del endurecimiento neto de los criterios en el caso de los préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (pymes) (el 2%, frente al 7% del tercer trimestre de 2010) y del mantenimiento de los criterios aplicados a los préstamos otorgados a grandes empresas, que no se modificaron (el 0%, en comparación con el 5% del trimestre precedente).

Si se consideran los factores determinantes de la evolución general de los citados criterios, la percepción de riesgos de las entidades, y particularmente las perspectivas relativas a sociedades o sectores concretos (el 5%, desde el 10% del tercer trimestre de 2010), contribuyeron en menor medida al endurecimiento neto de los criterios que en el trimestre anterior. Las presiones de la competencia en los mercados de crédito causaron un impacto moderador continuado. En cambio, los costes de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades, concretamente el coste del capital, su capacidad para acceder a la financiación en los mercados y su situación de liquidez, continuaron contribuyendo a un endurecimiento neto de los criterios, si bien los niveles de los porcentajes netos permanecieron prácticamente invariables.

2 El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que han 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 B Cambios en las condiciones para la aprobación de préstamos o líneas de crédito a empresas

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



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

En cuanto a las condiciones relacionadas con el precio y otras condiciones aplicadas en la concesión de préstamos a empresas, en el último trimestre de 2010 se observó un leve descenso del endurecimiento neto (gráfico B), aunque se registraron ligeros aumentos de los márgenes, ya considerablemente amplios, de los préstamos de mayor riesgo, así como del endurecimiento neto de los compromisos asociados a los contratos de préstamo. Si se realiza una comparación entre los distintos tamaños de empresas, los márgenes de los préstamos ordinarios concedidos a grandes empresas prácticamente no se modificaron, mientras que los márgenes de los préstamos a las pymes volvieron a ampliarse ligeramente. En el caso de los préstamos de mayor riesgo, la significativa ampliación de los márgenes señalada por los participantes en la encuesta afectó de manera similar a las distintas categorías de empresas.

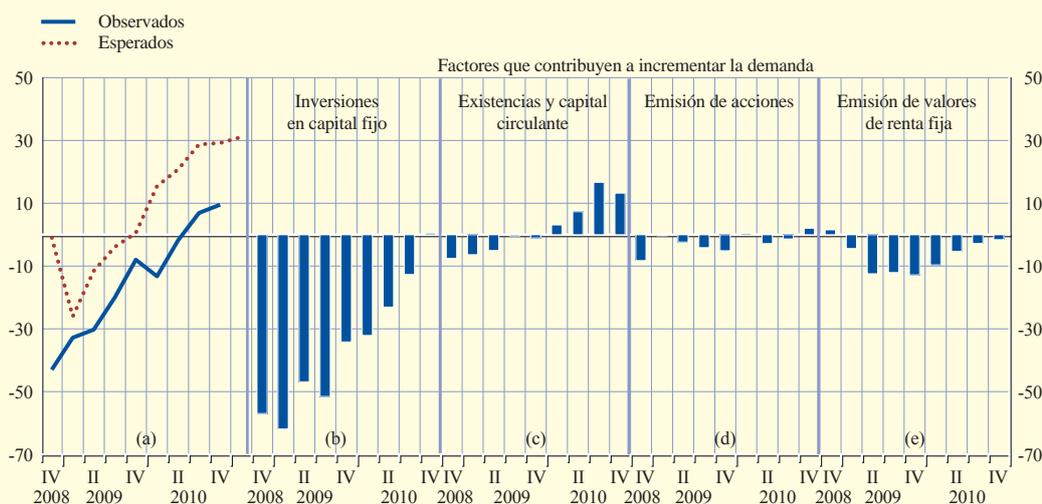
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro participantes en la encuesta esperan que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas registren un leve endurecimiento neto en el primer trimestre de 2011 (el 2%; véase gráfico A), que se concentraría en las grandes empresas. Se espera que este endurecimiento afecte principalmente a los préstamos a largo plazo, mientras que prácticamente no se prevén cambios en los préstamos a corto plazo.

**Demanda de préstamos:** En el cuarto trimestre de 2010, la demanda neta de préstamos por parte de las empresas<sup>3</sup> aumentó de nuevo (hasta el 10%, desde el 7% del tercer trimestre de 2010 y el -2% del segundo trimestre), confirmando con ello el punto de giro registrado el trimestre anterior (véase gráfico C). La evolución observada en los distintos tamaños de empresas fue similar. Las entidades participantes en la encuesta indicaron una demanda neta positiva de préstamos a pymes (el 19%, frente al 10% de la encuesta anterior) y de préstamos a grandes empresas (el 11%, desde el 3% tres meses antes). En cuanto a los plazos de vencimiento, la demanda neta fue particularmente dinámica en el caso de los préstamos a largo plazo (el 21%, en comparación con el 6% del tercer trimestre de 2010), pero también experimentó un nuevo aumento en el de los préstamos a corto plazo (hasta el 15%, desde el 12%).

3 La demanda neta de préstamos se calcula en función de 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.

La mejora observada en la demanda neta de préstamos por parte de las empresas estuvo impulsada, principalmente, por la interrupción de la disminución de las necesidades de financiación de inversiones en capital fijo (el 0%, desde el -13% del tercer trimestre de 2010). Además, el repunte de la financiación de las fusiones y adquisiciones (el 8%, desde el -3%) tuvo un impacto positivo, mientras que la contribución de las necesidades de financiación de existencias y capital fijo experimentó un descenso (el 13%, desde el 17%). Por lo que respecta a otros tipos de financiación, la financiación interna siguió moderando las necesidades de financiación de las empresas (el -6%, desde el -3% del tercer trimestre de 2010). Al mismo tiempo, la limitada disponibilidad de préstamos de otras entidades de crédito y de instituciones no bancarias de nuevo contribuyó a la mejora de la demanda neta. La emisión de acciones dejó de ser una alternativa para los clientes bancarios, mientras que el efecto ligeramente atemperador de la emisión de valores de renta fija disminuyó solo ligeramente.

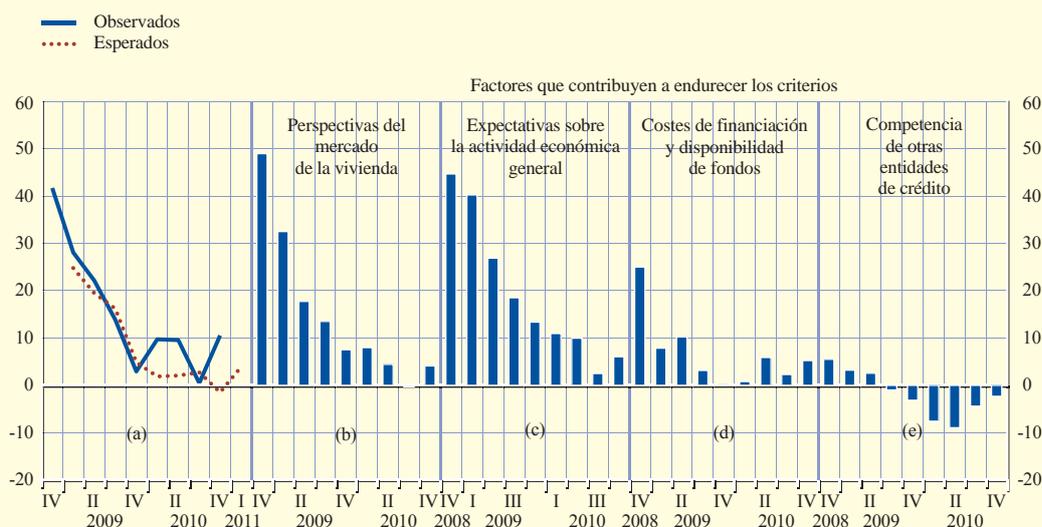
De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que la demanda neta de préstamos por parte de las empresas aumente de nuevo en el primer trimestre de 2011 (hasta el 31%). Se espera que este incremento de la demanda proceda en mayor medida de las pymes (el 33%) que de las grandes empresas (el 22%). Además, las entidades esperan que se igualen los factores determinantes de la evolución de los distintos plazos de vencimiento, con una progresiva convergencia de la demanda neta esperada de préstamos a corto y a largo plazo (el 28% y el 24%, respectivamente).

### Préstamos a hogares para adquisición de vivienda

**Criterios de aprobación del crédito:** En el cuarto trimestre de 2010, el porcentaje neto de entidades que señaló que se había producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda volvió a crecer y se situó en el 11%, desde el 0%

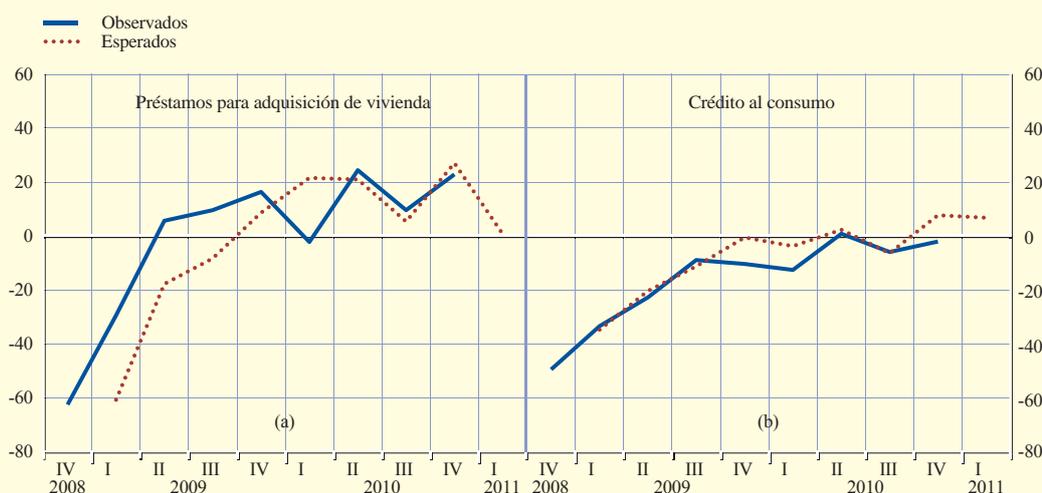
## Gráfico D Cambios en los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(en porcentaje neto)



**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.

ción de los hogares de las perspectivas del mercado de la vivienda y por una contribución considerablemente menos negativa de la confianza de los consumidores.

De cara al futuro, las entidades de crédito de la zona del euro esperaban que la demanda de préstamos permanezca prácticamente invariable en el primer trimestre de 2011.

### Crédito al consumo y otros préstamos a hogares

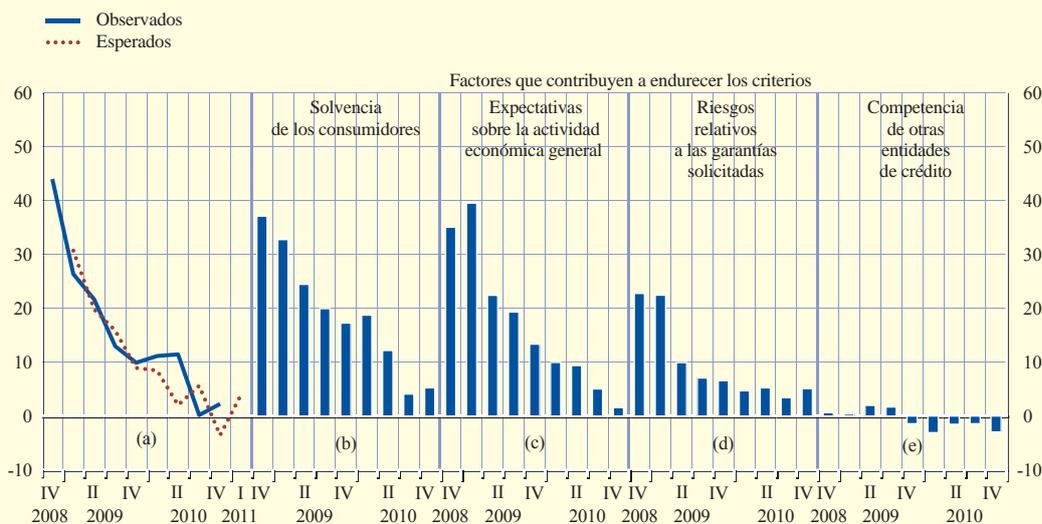
**Criterios de aprobación del crédito:** El porcentaje neto de entidades que indicó que los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares se habían endurecido aumentó ligeramente y se situó en el 2% en el cuarto trimestre de 2010 (desde el 0% del trimestre anterior; véase gráfico F). El endurecimiento observado en el último trimestre del año fue mayor que el previsto por las entidades en el trimestre anterior, y los factores relacionados con la percepción de riesgos parecen haber influido en este aumento. Más concretamente, las entidades señalaron que la contribución de la solvencia de los consumidores (el 5%, en comparación con el 4% de la encuesta anterior) y de los riesgos relativos a las garantías solicitadas (el 5%, en comparación con el 3% de la encuesta anterior) había aumentado ligeramente, mientras que la contribución de las expectativas en torno a la actividad económica en general volvió a disminuir (el 2%, en comparación con el 5% de la encuesta anterior).

De cara al futuro, las entidades esperan un nuevo endurecimiento neto de los criterios de aprobación del crédito al consumo y otros préstamos a hogares (el 4%) en el primer trimestre de 2011.

**Demanda de préstamos:** Contrariamente a lo esperado, la demanda neta de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares no pasó a ser positiva en el cuarto trimestre de 2010, pero se acercó más a valores positivos (el -2%, en comparación con el -6% del trimestre anterior; véase gráfico E). La demanda neta se vio moderada por la evolución de la confianza de los consumidores y del ahorro de los hogares.

## 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.

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 primer trimestre de 2011 (el 7%).

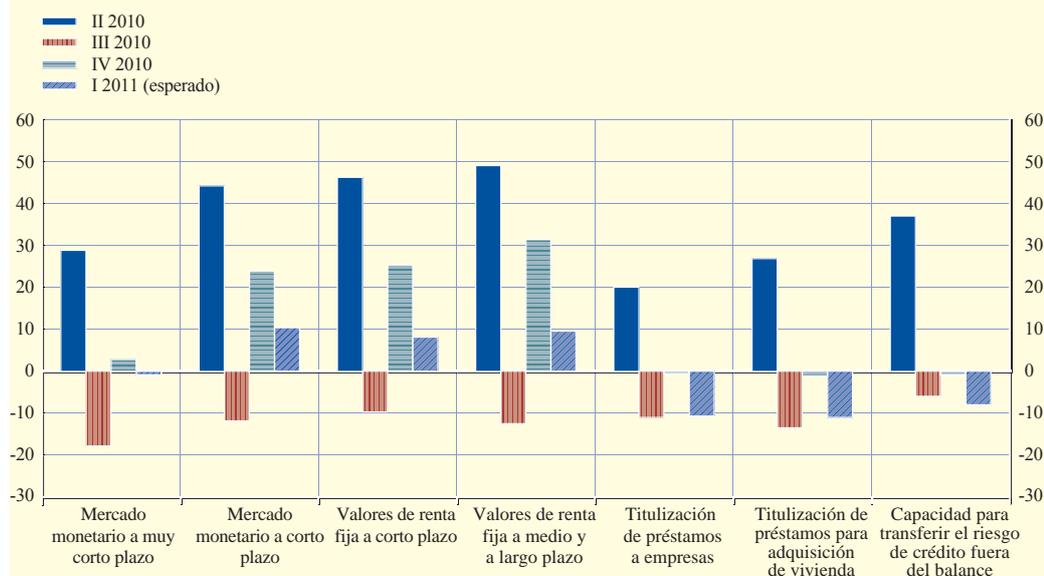
### Preguntas ad hoc sobre el impacto de las turbulencias en los mercados financieros

Al igual que en encuestas anteriores, en la de enero de 2011 se plantearon 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 último trimestre de 2010, y la medida en que podrían seguir influyendo en el primer trimestre de 2011.

Para el cuarto trimestre de 2010, posiblemente como consecuencia de la reaparición de las tensiones en los mercados financieros derivadas de la preocupación acerca del riesgo soberano, las entidades participantes en la encuesta señalaron, en general, que su acceso a los mercados monetarios a corto plazo y a los mercados de valores de renta fija se había deteriorado (gráfico G), mientras que indicaron que las condiciones de acceso a la titulización fuera de balance o real de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, así como a la titulización sintética, es decir, a su capacidad para transferir el riesgo de crédito fuera del balance, prácticamente no se habían modificado. En términos netos, el 24% de las entidades participantes en la encuesta (excluidas aquellas que respondieron «no es aplicable a mi entidad») señalaron que el acceso a los mercados monetarios a corto plazo con plazos de vencimiento superiores a una semana se había deteriorado en el cuarto trimestre de 2010 (en contraste con el 12% que indicó que el acceso había mejorado en la encuesta anterior), mientras que el acceso a los mercados monetarios a muy corto plazo empeoró solo para el 3% (en comparación con el 18% que manifestó una mejora en la encuesta anterior). En cuanto al acceso a los mercados de valores de renta fija, aproximadamente entre el 25% y el 30% de las entidades, en términos netos, indicaron que se había deteriorado (frente a alrededor de un 10% que había

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

(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».

señalado que el acceso a estos mercados había mejorado en el tercer trimestre). En cambio, en lo que respecta a la titulización fuera de balance o real de préstamos a empresas y de préstamos a hogares para adquisición de vivienda, así como a la titulización sintética, el acceso prácticamente no se modificó, en términos netos (en comparación con una mejora de entre el 6% y el 14% indicada por las entidades en la encuesta anterior).

Para los tres próximos meses, las entidades esperan unas dificultades similares, aunque menores, para acceder a la financiación en los mercados mayoristas. En términos netos, alrededor del 10% de las entidades espera que el acceso a los mercados monetarios a corto plazo (excepto al segmento a muy corto plazo) y a los mercados de valores de renta fija siga deteriorándose, mientras que aproximadamente el 10% espera una mejora en el acceso a la titulización.

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, las entidades participantes en la encuesta indicaron que apenas se había modificado en el cuarto trimestre de 2010 con respecto al tercer trimestre. Aproximadamente el 37% señaló que las turbulencias habían causado «cierto» impacto o un impacto «considerable» sobre el capital y sobre la política crediticia (como en el trimestre anterior). Al mismo tiempo, el 32% (frente al 37% del tercer trimestre) manifestó que básicamente no se había producido ningún impacto sobre el capital como consecuencia de las turbulencias financieras.

**EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ZONA DEL EURO EN 2008 Y 2009**

La posición de inversión internacional (p.i.i) indica las tenencias totales de activos exteriores en poder de residentes nacionales (activos) y las tenencias totales de activos nacionales en poder de residentes extranjeros (pasivos). La posición neta (activos menos pasivos) mide la posición acreedora o deudora neta de un país, o de un grupo de países, frente al resto del mundo. A continuación, se analiza la evolución de la p.i.i. de la zona del euro en 2008 y 2009 (a final de año), haciendo especial hincapié en los efectos de la reciente crisis financiera, que son especialmente evidentes en las inversiones de cartera. La desagregación geográfica de las inversiones de cartera de la zona del euro muestra algunos cambios en la importancia relativa de los grupos de países en su calidad de inversores en la zona en los años 2008 y 2009.

En los últimos años, tanto los activos (inversiones en el exterior de residentes en la zona del euro) como los pasivos (inversiones de residentes extranjeros en la zona del euro) de la p.i.i. de la zona del euro mostraron una tendencia al alza antes de la contracción registrada al intensificarse la crisis financiera en 2008. Sin embargo, en 2009 tanto la posición acreedora como la posición deudora experimentaron un repunte, situándose a final de año en el 154% y el 170% del PIB de la zona, respectivamente (véase gráfico A). La posición deudora neta de la zona del euro también registró una tendencia al alza, alcanzando un máximo del 17,7% del PIB en 2008, para reducirse hasta el 16,2% en 2009. Las inversiones de cartera (valores de renta variable y de renta fija) fueron el principal factor determinante del incremento de la posición deudora neta. De hecho, los pasivos netos por este concepto ascendían al 28% del PIB en 2009. La contribución negativa de las inversiones de cartera a la posición de inversión neta de la zona del euro se compensó, en parte, con la evolución de la posición acreedora neta de la inversión directa extranjera (IDE), que alcanzó el 9% en 2009. Por el contrario, la contribución de las «otras inversiones» a la p.i.i. de la zona del euro se mantuvo relativamente estable, registrándose en 2009 pasivos netos equivalentes al 2% del PIB<sup>1</sup>.

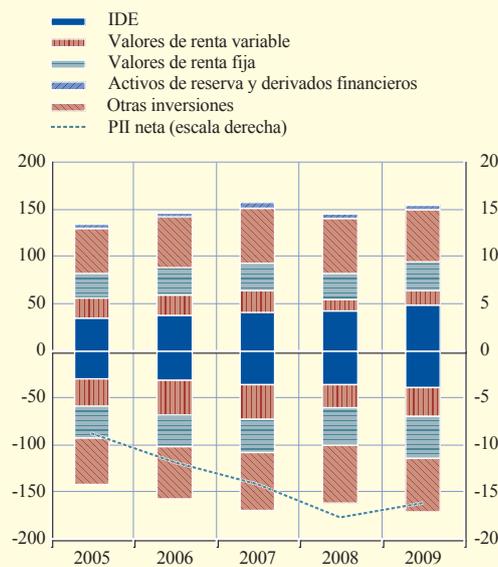
Las variaciones de la p.i.i. pueden explicarse por tres factores: (i) flujos financieros netos (efecto transacción); (ii) revalorizaciones por variaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos, y (iii) «otros ajustes»<sup>2</sup>. Tradicionalmente,

1 Para obtener la p.i.i. neta final es necesario tener en cuenta los activos de reserva y los derivados financieros. Este bloque solo asciende en promedio a un 4%, aproximadamente, del PIB de la zona del euro durante el período 2005-2009 y no tiene «pasivos», por lo que contribuye positivamente a la p.i.i. neta. Obsérvese que, como los componentes de la p.i.i. se expresan como porcentaje del PIB, existe un «efecto crecimiento». Sin embargo, no se analizan, dado que las variaciones del PIB son comunes a todos los componentes y no afectan al análisis.

2 «Otros ajustes» incluyen, por ejemplo, reclasificaciones, saneamientos parciales de empresas, cambios en la cobertura de las encuestas y cambios de residencia de las empresas.

**Gráfico A Posición de inversión internacional de la zona del euro y su desagregación por instrumentos**

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)

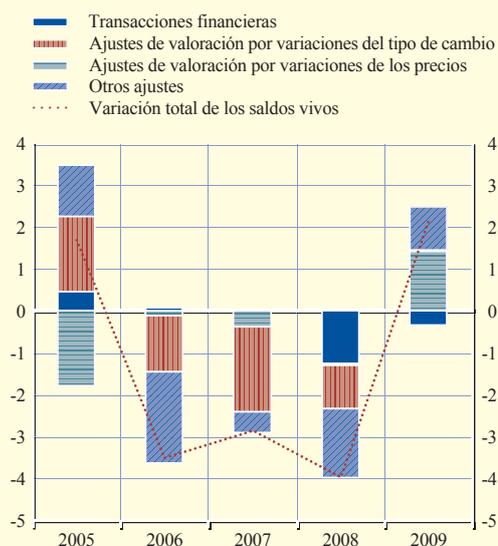


Fuente: BCE.  
Notas: Las cifras negativas reflejan pasivos de la zona del euro, mientras que las positivas representan activos. Los datos se refieren a los saldos vivos a finales del año.

los «otros ajustes» y los «ajustes de valorización relacionados con variaciones de los tipos de cambio» han sido los principales factores determinantes de las variaciones de la p.i.i. de la zona del euro. Sin embargo, durante la reciente crisis financiera, las «transacciones financieras» y los «ajustes de valorización relacionados con las variaciones de los precios» han desempeñado un papel importante (véase gráfico B). Concretamente, en 2008, la desinversión total en activos exteriores por parte de residentes en la zona del euro fue mayor que la desinversión en activos de la zona del euro por no residentes (un efecto transacción), lo que contribuyó negativamente a la variación de la p.i.i. neta. En 2009, las revalorizaciones por variaciones de los precios contribuyeron positivamente a dicha variación, dado que los incrementos de los índices bursátiles en algunos de los principales mercados no pertenecientes a la zona del euro fueron mayores que los registrados en los mercados de la zona.

Gráfico B Desglose de las variaciones de la PII neta de la zona del euro

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



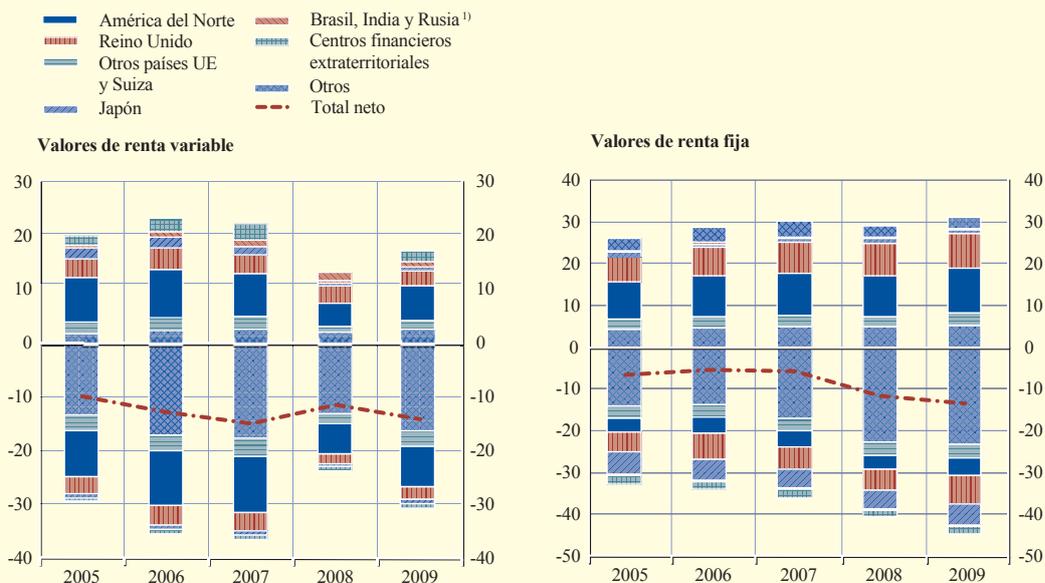
Fuente: BCE.

La reciente crisis financiera dio lugar inicialmente a una significativa reducción de la p.i.i. de la zona del euro, registrándose un descenso de los activos y los pasivos totales de 11 y 7 puntos porcentuales del PIB, respectivamente, en 2008. En 2009, las posiciones se reconstituyeron de nuevo, recuperándose en parte la inversión en el exterior de los residentes en la zona del euro (activos) unos 10 puntos porcentuales del PIB, mientras que las inversiones de los residentes extranjeros en la zona del euro (pasivos) se recuperaron totalmente. Los significativos efectos de la crisis se manifestaron de forma más evidente en la evolución de los instrumentos de renta variable y de renta fija de las inversiones de cartera (véase gráfico C). En 2008, el elevado nivel de volatilidad en los mercados financieros, el nivel excepcionalmente alto de incertidumbre económica y las sombrías perspectivas de la economía mundial incrementaron el sesgo nacional y provocaron reducciones significativas de los precios de los activos y de las ventas de valores de renta variable, tanto por parte de residentes como de no residentes en la zona del euro. Sin embargo, más adelante, a medida que las perspectivas económicas mundiales comenzaron a mejorar y aumentaron los precios de los activos, las tenencias de valores de renta variable en poder de residentes en la zona del euro y de no residentes se incrementaron de nuevo en 2009. Concretamente, como resultado de la reducción tanto de las inversiones como de los precios, las tenencias de valores de renta variable extranjeros en poder de residentes en la zona del euro (activos) disminuyeron desde el 22% del PIB de la zona en 2007 hasta el 12% en 2008, para aumentar de nuevo hasta el 17% en 2009. De la misma manera, las tenencias de valores de renta variable de la zona del euro en poder de no residentes (pasivos) experimentaron una notable caída, pasando del 37% del PIB en 2007 al 24% en 2008, para incrementarse de nuevo hasta el 31% en 2009<sup>3</sup>. Además, la crisis financiera dio lugar a un desplazamiento de la inversión en renta variable hacia la inversión en renta fija. Por consiguiente, la fuerte caída de las inversiones de no residentes en valores de renta variable de la zona del euro se vio atenuada, en cierta medida, por un acusado aumento de las inversiones en valores

3 La reducción del valor de mercado de las inversiones en valores de renta variable en 2008 fue, aproximadamente, de 800 mm de euros en el caso de los activos y de 1,1 billones de euros en lo que respecta a los pasivos.

### Gráfico C Desagregación por países de las posiciones en valores de renta variable y de renta fija de la zona del euro

(en porcentaje del PIB de la zona del euro)



Fuentes: BCE y FMI (CPIS).

Notas: Las cifras negativas reflejan pasivos de la zona del euro, mientras que las positivas representan activos. Los datos se refieren a los saldos vivos a finales del año.

1) Dado que China no figura en el informe del FMI, se incluye dentro del grupo «Otros», que se calcula por diferencia.

de renta fija en 2008 y 2009. La inversión en valores de renta fija de la zona del euro por no residentes se incrementó en casi 9 puntos porcentuales del PIB a lo largo de esos dos años<sup>4</sup>.

La desagregación geográfica de los activos y los pasivos de las inversiones en valores de renta variable muestra que la reducción de los activos exteriores en poder de residentes en la zona del euro en 2008 fue generalizada, mientras que la reducción de los pasivos estuvo determinada, principalmente, por América del Norte (es decir, Estados Unidos y Canadá) y el grupo de «otros países»<sup>5</sup>. El consiguiente aumento de los activos y los pasivos de los valores de renta variable en 2009 indica una tendencia geográfica similar. Por lo que respecta a los valores de renta fija, los activos de los residentes en la zona del euro se invirtieron, en su mayoría, en América del Norte (principalmente en Estados Unidos) y Reino Unido, y muestran variaciones muy pequeñas en 2008 y 2009. Por el contrario, los pasivos de las inversiones en valores de renta fija de la zona del euro (inversiones de no residentes en instrumentos de deuda de la zona del euro) corresponden básicamente al grupo de «otros países», mientras que

4 Los valores de renta fija de la zona del euro en poder de residentes en la zona aumentaron alrededor de 6 puntos porcentuales del PIB de la zona del euro durante el mismo período.

5 Los datos específicos de cada país sobre activos y pasivos de las inversiones en valores de renta variable y de renta fija proceden de la encuesta coordinada sobre la inversión de cartera (CPIS, en sus siglas en inglés) del FMI, mientras que los datos sobre activos y pasivos totales de países no pertenecientes a la zona del euro provienen del BCE. Los países o grupos de países que se incluyen en los cálculos son: la zona del euro (excluida Estonia), los centros financieros extraterritoriales, Dinamarca, Suecia, Reino Unido, los países que se incorporaron a la UE en 2004 y 2007 (UE 8), Suiza, Canadá, Estados Unidos, Japón, Brasil, India y Rusia. El grupo de «otros» países incluye, aparte de China, todos los principales países exportadores de petróleo —salvo Rusia— y se calcula por diferencia con respecto al total de países no pertenecientes a la zona del euro. Cabe señalar que los centros financieros extraterritoriales parecen desempeñar un papel bastante limitado en los pasivos de las inversiones de cartera de la zona del euro. Finalmente, la desagregación por países de las posiciones en IDE y otras inversiones no indica cambios importantes durante el período considerado.

América del Norte y Reino Unido desempeñaron un papel más limitado. Con todo, aunque el aumento de los pasivos de los valores de renta fija de la zona del euro en 2008 estuvo determinado, principalmente, por el grupo de «otros países», el incremento de 2009 fue atribuible, sobre todo, a Reino Unido. En definitiva, la importancia de los «otros países» como inversores en la zona del euro aumentó de forma acusada durante el período 2008-2009, correspondiendo a este grupo más de la mitad de las inversiones de cartera totales en la zona del euro a finales de 2009. Ello podría indicar que, pese a que la crisis financiera fue un fenómeno mundial, afectó a cada país en distinta medida. Sin embargo, la desagregación geográfica de las inversiones de cartera por residentes en la zona del euro no muestra esos cambios en la importancia relativa de los diferentes grupos de países.

Los datos provisionales sobre la p.i.i. de la zona del euro, correspondientes al tercer trimestre de 2010, muestran que tanto los activos totales como los pasivos totales se han recuperado totalmente y se sitúan en niveles superiores a los observados antes de la crisis. Mientras que las inversiones en valores de renta variable, tanto de residentes como de no residentes, siguen siendo un tanto moderadas, las inversiones en valores de renta fija —en particular, las realizadas por no residentes en valores de la zona del euro— volvieron a aumentar<sup>6</sup>.

6 Los datos trimestrales provisionales no incluyen una desagregación geográfica ni un detalle de las variaciones por revalorización de los tipos de cambio, revalorización de los precios y otros ajustes.

## 2.2 EMISIONES DE VALORES

*La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro experimentó un incremento considerable en noviembre de 2010, debido al aumento de la emisión de este tipo de valores por parte de las Administraciones Públicas y de las instituciones financieras distintas de las IFM. En cambio, el incremento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras continuó con la tendencia a la baja registrada el año pasado, aunque se mantuvo en un nivel elevado. El hecho de que la emisión de valores distintos de acciones por parte del sector de sociedades no financieras haya disminuido puede reflejar, en cierta medida, la normalización en curso de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas se redujo ligeramente, manteniéndose con ello en un nivel moderado.*

### VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

La tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro fue del 4,3% en noviembre de 2010, lo que representa un aumento de alrededor de 1 punto porcentual con respecto al mes anterior (véase cuadro 4). El principal factor determinante de este aumento fue un ritmo de contracción considerablemente más lento de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, que registró una tasa del -0,1% en noviembre, aproximadamente 4 puntos porcentuales más alta que en octubre. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de este tipo de valores a largo plazo se incrementó desde el 4,1% observado en octubre hasta el 4,8% en noviembre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento semestral anualizada y desestacionalizada de la emisión de valores distintos de acciones, que capta mejor las tendencias a corto plazo, se elevó hasta el 6,3% en noviembre, desde el 3,4% de octubre. Este aumento fue generalizado en todos los sectores (véase gráfico 9), aunque fue especialmente pronunciado en el caso de las Administraciones Públicas. Concretamente, el endeudamiento del sector público ascendió hasta el 11% en noviembre, más de 3 puntos porcentuales por encima del mes anterior. Utilizando la misma medida, la emisión por parte de las sociedades no financieras solo aumentó ligeramente, hasta el 4,6%.

**Cuadro 4 Valores emitidos por residentes en la zona del euro**

Sector emisor	Saldo vivo (mm de euros) Noviembre 2010	Tasas de crecimiento interanual <sup>1)</sup>					
		2009	2010	2010	2010	2010	2010
		IV	I	II	III	Oct	Nov
<b>Valores distintos de acciones:</b>	<b>16.063</b>	<b>9,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>4,3</b>
IFM	5.299	2,9	1,6	0,5	-0,5	0,1	0,1
Instituciones financieras no monetarias	3.315	19,5	7,6	2,9	0,8	0,4	2,5
Sociedades no financieras	853	16,5	14,8	15,1	10,3	8,5	8,3
Administraciones Públicas	6.586	12,7	9,9	8,3	7,6	6,8	8,4
<i>De las cuales:</i>							
Administración Central	6.139	12,9	9,9	8,1	7,1	6,2	7,9
Otras Administraciones Públicas	447	10,5	10,5	11,4	15,3	16,0	16,4
<b>Acciones cotizadas:</b>	<b>4.408</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
IFM	438	8,9	8,3	6,6	5,2	7,3	6,8
Instituciones financieras no monetarias	311	2,7	5,4	5,2	4,2	4,0	3,8
Sociedades no financieras	3.659	1,9	1,9	1,5	1,0	0,8	0,8

Fuente: BCE.

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

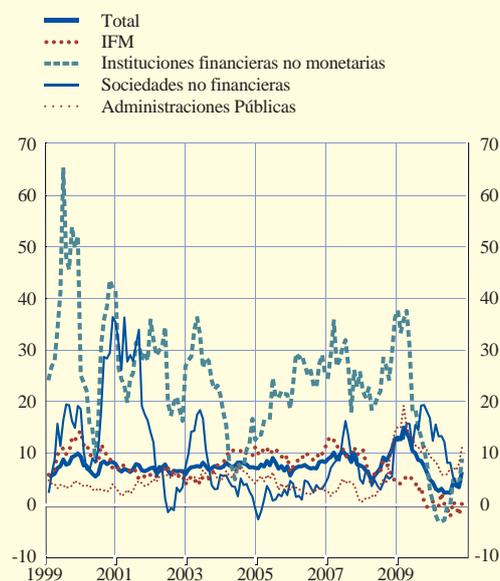
En los últimos meses, pese a haberse observado algunas señales de recuperación de la emisión de valores distintos de acciones a corto plazo, las actividades de refinanciación siguieron concentrándose en el segmento a largo plazo, principalmente a tipo de interés fijo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones a largo plazo a tipo de interés fijo aumentó hasta el 7,1% en noviembre, desde el 6,9% de octubre. Al mismo tiempo, la emisión de valores a largo plazo a tipo de interés variable se incrementó hasta situarse aproximadamente en el 1% en noviembre, retornando con ello a niveles positivos por primera vez desde marzo.

Desde una perspectiva sectorial, la emisión de valores distintos de acciones por las Administraciones Públicas y las instituciones financieras distintas de las IFM aumentó sustancialmente. En cambio, las emisiones de las sociedades no financieras siguieron disminuyendo, continuando la tendencia a la baja observada el año pasado. En noviembre, el incremento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por este sector en

la zona del euro experimentó un ligero descenso, hasta el 8,3%, desde el 8,5% del mes anterior. El ritmo más lento de contracción de la emisión de este tipo de valores a corto plazo quedó compensado, en parte, por el descenso de la emisión a largo plazo. La moderación que está registrando la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras puede deberse, en cierta medida, a la normalización de la demanda de préstamos bancarios observada en los últimos meses.

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

(tasas de crecimiento semestrales anualizadas desestacionalizadas)



Fuente: BCE.

El endeudamiento del sector público aumentó considerablemente en noviembre. El crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por parte de las Administraciones Públicas aumentó hasta el 8,4%, desde el 6,8% del mes precedente, tras haber mostrado una tendencia a la baja desde septiembre de 2009. La intensa actividad de emisión de valores distintos de acciones reflejó que las necesidades de financiación del sector público de la zona del euro todavía son elevadas.

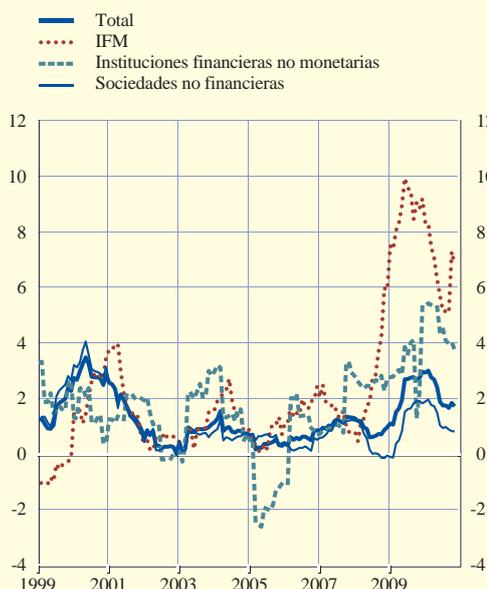
En cuanto al sector financiero, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las IFM prácticamente no se modificó y se mantuvo justo por encima de cero en noviembre, tras la contracción registrada entre mayo y septiembre. Sin embargo, la emisión neta de valores distintos de acciones a corto plazo retornó a niveles positivos, tras haber sido negativa en los dos últimos meses, posiblemente como reflejo de la mejora del acceso a la financiación para las entidades de crédito de la zona del euro. Por último, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias experimentó un acusado aumento, desde el 0,4% de octubre hasta el 2,5% de noviembre.

### ACCIONES COTIZADAS

La tasa de crecimiento interanual del total de acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro cayó hasta situarse aproximadamente en el 1,7% en noviembre, desde el 1,8% del mes anterior, principalmente como consecuencia de la moderación de la emisión de acciones por las IFM (véase gráfico 10). Ciertamente, la tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por este sector descendió hasta el 6,8% en noviembre, desde el 7,3% de octubre. La emisión de este tipo de valores por las IFM todavía fue intensa, dados los esfuerzos que están realizando muchas entidades de crédito de la zona del euro por fortalecer sus balances reforzando sus bases de capital. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas por las sociedades no financieras prácticamente no se modificó y fue del 0,8%, mientras que el crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por las instituciones financieras no monetarias se redujo ligeramente, hasta el 3,8%, en noviembre.

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

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

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

### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario aumentaron entre mediados de enero y principios de febrero de 2011, alcanzando niveles observados por última vez en junio de 2009. Durante el primer período de mantenimiento de 2011, que comenzó el 19 de enero, el EONIA se incrementó hasta situarse por encima del tipo de interés fijo de las operaciones principales de financiación por primera vez desde junio de 2009.

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías aumentaron entre mediados de enero y principios de febrero de 2011, invirtiendo con ello el descenso gradual observado desde noviembre 2010. El

2 de febrero, los tipos EURIBOR a un mes, a tres meses, a seis meses y a doce meses se situaron en el 0,91%, el 1,08%, el 1,33% y el 1,67%, respectivamente, esto es, unos 16, 9, 11 y 16 puntos básicos por encima de los niveles observados el 12 de enero. 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, prácticamente no se modificó, y el 2 de febrero era de 76 puntos básicos (véase gráfico 11).

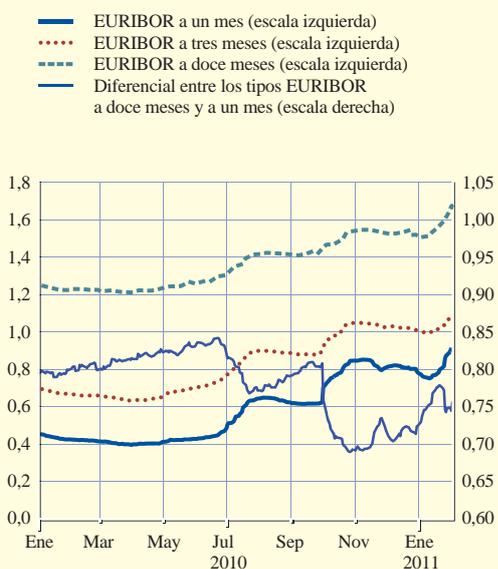
Entre el 12 de enero y el 2 de febrero, el tipo de interés del mercado monetario obtenido del índice de los *swaps* del EONIA a tres meses aumentó más que el tipo sin garantías correspondiente. El 2 de febrero, el tipo *swap* del EONIA a tres meses se situó en el 0,83%, unos 18 puntos básicos por encima del nivel del 12 de enero. En consecuencia, el diferencial entre el EURIBOR sin garantías y este tipo de interés del mercado monetario se redujo hasta situarse en 26 puntos básicos el 2 de febrero, 9 puntos básicos por debajo del nivel del 12 de enero.

El 2 de febrero, los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del EURIBOR a tres meses con vencimiento en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2011 se situaron en el 1,19%, el 1,48%, el 1,72% y el 1,95%, respectivamente, lo que representa aumentos de unos 11, 27, 36 y 44 puntos básicos, en comparación con los niveles observados el 12 de enero. El hecho de que los incrementos más acusados se registraran a los plazos más largos de la curva *forward* implica un aumento de la pendiente de la curva.

El EONIA fue volátil entre el 12 de enero y el 2 de febrero y comenzó a aumentar al principio del primer período de mantenimiento de este año. El 25 de enero se situó por encima del tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) por primera vez desde junio de 2009. El 1 de febrero, el EONIA registró un máximo del 1,32%, antes de retroceder hasta el 0,79% el 2 de febrero (véase gráfico 12). Por tanto, la evolución del EONIA durante ese período de mantenimiento fue diferente de la observada en los

**Gráfico 11 Tipos de interés del mercado monetario**

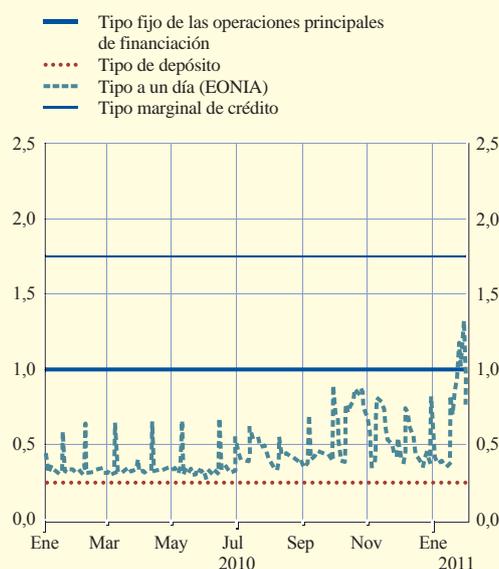
(en porcentaje; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

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

(en porcentaje; datos diarios)



Fuentes: BCE y Reuters.

tres períodos anteriores. La tendencia al alza que mostró las dos primeras semanas del período de mantenimiento parece reflejar la combinación de dos factores: una disminución gradual de la demanda de operaciones de financiación, y un persistente y considerable recurso a la facilidad de depósito. Esta combinación de factores se tradujo en una situación de liquidez más restrictiva y explica el hecho de que el EONIA se situara por encima del tipo de las OPF. Sin embargo, el consiguiente aumento de la demanda de liquidez, como fue evidente en el mayor volumen de adjudicación registrado en la operación principal de financiación del 1 de febrero, invirtió esta tendencia al alza e hizo que el EONIA retrocediera hasta situarse por debajo del tipo de las OPF.

El Eurosistema llevó a cabo varias operaciones de financiación entre el 12 de enero y el 2 de febrero. El 17 de enero, al final del duodécimo período de mantenimiento de 2010, el Eurosistema realizó una operación de ajuste en la que se absorbieron 135 mm de euros, con el fin de compensar el desequilibrio positivo de liquidez al final del período de mantenimiento. Posteriormente, en las operaciones principales de financiación del primer período de mantenimiento de 2011, realizadas los días 18 y 25 de enero y 1 de febrero, el Eurosistema adjudicó 176,9 mm de euros, 165,6 mm de euros y 213,7 mm de euros, respectivamente. El Eurosistema también llevó a cabo dos operaciones de financiación a plazo más largo en enero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en ambas: una operación a plazo especial el 18 de enero con plazo de vencimiento de un período de mantenimiento (en la que se adjudicaron 70,4 mm de euros), y una operación de financiación a plazo más largo a tres meses el 26 de enero (en la que se adjudicaron 71,1 mm de euros). Además, el Eurosistema realizó tres operaciones de absorción de liquidez a una semana, el 18 y el 25 de enero y el 1 de febrero, aplicando un procedimiento de subasta a tipo de interés variable con un tipo máximo de puja del 1%. En la última de estas operaciones, el Eurosistema absorbió 68,2 mm de euros.

En consonancia con unos niveles de exceso de liquidez relativamente reducidos durante el período de mantenimiento que comenzó el 19 de enero, el recurso medio diario a la facilidad de depósito cayó hasta situarse en 25,7 mm de euros en el período comprendido entre el 19 de enero y el 2 de febrero, frente a los 66,5 mm de euros observados en el período de mantenimiento anterior, que comenzó el 8 de diciembre de 2010 y finalizó el 18 de enero de 2011.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*En enero y principios de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó ligeramente, como consecuencia de la publicación de datos económicos positivos y de cierta disminución de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana de la zona. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo también experimentó un moderado incremento en ese período. La volatilidad implícita de los mercados de renta fija se situó en niveles moderadamente elevados a ambos lados del Atlántico en enero. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro se estrecharon ligeramente en todos los países, excepto en Irlanda. Los datos sobre las tasas de inflación implícitas a largo plazo de principios de febrero continúan sugiriendo que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas.*

Entre finales de diciembre y el 2 de febrero, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó 20 puntos básicos, situándose en el 3,4% el 2 de febrero. En Estados Unidos, el rendimiento de los bonos a largo plazo experimentó un incremento de 20 puntos básicos y se situó en el 3,5% en esa misma fecha (véase gráfico 13). En consecuencia, el diferen-

cial de tipos de interés nominales entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y el de la de la zona del euro no se modificó durante el período analizado. No obstante, la volatilidad implícita se mantuvo en niveles elevados en ambos mercados. A diferencia de la volatilidad implícita de los mercados de renta variable, en los que las condiciones han mejorado, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija en la zona del euro y en Estados Unidos ha permanecido prácticamente invariable desde mediados de 2010. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a diez años no varió, en líneas generales, en el período examinado, y el 2 de febrero se situaba en el 1,2%.

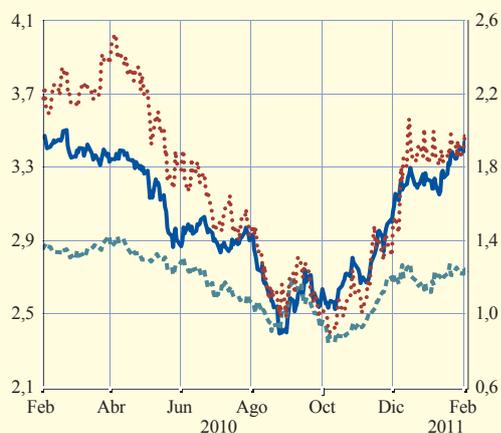
El aumento del rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro refleja, en general, la mejora de las condiciones económicas y cierta disminución de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana de la zona, favoreciendo una recuperación del apetito por el riesgo y ejerciendo algunas presiones a la baja sobre los precios de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA en la zona del euro. No obstante, la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona sigue siendo elevada, confirmado que la situación todavía está lejos de considerarse completamente normal.

Las condiciones en los mercados de deuda soberana en la periferia de la zona del euro mejoraron en la segunda mitad de enero, principalmente como consecuencia del positivo impulso económico observado en la zona y de las expectativas de los participantes en el mercado de una posible ampliación del alcance y de los fondos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera. Además, las subastas de deuda pública en Portugal y en España, en las que se registró una demanda superior a la esperada, también tuvieron un impacto positivo sobre el clima de los mercados. Durante el período de referencia, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro frente a Ale-

**Gráfico 13 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

(porcentaje; datos diarios)

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



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.

**Gráfico 14 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.

mania se estrecharon de nuevo. La información obtenida de los mercados de seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) confirma que la situación en los mercados de deuda soberana ha mejorado ligeramente, ya que los diferenciales de los CDS de Grecia, Irlanda y Portugal se redujeron 230, 70 y 110 puntos básicos, respectivamente, en el período analizado.

El rendimiento de los bonos a diez años indicados con la inflación de la zona del euro se mantuvo prácticamente invariable durante el período analizado, mientras que el rendimiento real de los bonos a cinco años se incrementó 20 puntos básicos (véase gráfico 14). El 2 de febrero, el rendimiento real *spot* a cinco y diez años era del 0,6% y el 1,4%, respectivamente. Durante el período de referencia, las tasas de inflación implícitas *forward* (a cinco años dentro de cinco años) de la zona del euro aumentaron unos 10 puntos básicos, hasta situarse en el 2,3% el 2 de febrero (véase gráfico 15). Esta tasa, al igual que la tasa de inflación implícita *forward* a cinco años dentro de cinco años derivada de los *swaps* indicados con la inflación, que también se incrementó 10 puntos básicos y se situó en torno al 2,3%, indica que las expectativas de inflación de los participantes en el mercado permanecen firmemente ancladas, lo que también queda confirmado por las medidas de expectativas de inflación en la zona del euro basadas en encuestas.

La evolución de la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo de la zona del euro muestra cómo el patrón general de rendimiento de la deuda pública a largo plazo de la zona del euro puede descomponerse en variaciones de las expectativas de tipos de interés (y de las primas de riesgo asociadas) en distintos horizontes (véase gráfico 16). La mejora de las condiciones económicas y las revisiones de

**Gráfico 15 Tasas de inflación implícitas de cupón cero de la zona del euro**

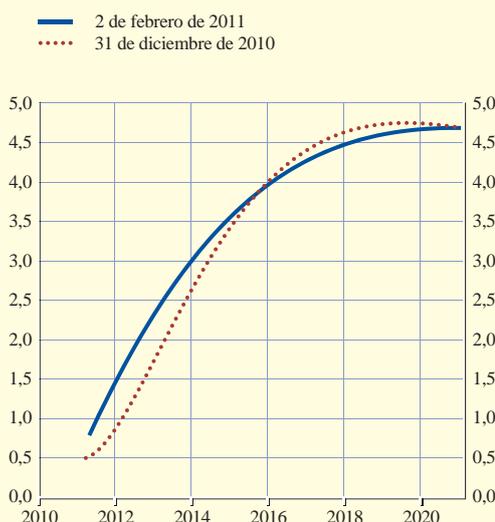
(porcentaje; medias móviles de cinco días de datos diarios; datos desestacionalizados)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 16 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.

las expectativas relativas a los tipos de interés a corto plazo han modificado ligeramente al alza la estructura temporal de los tipos *forward* a corto plazo para horizontes entre dos y cinco años con respecto a la observada a finales de diciembre de 2010.

En enero de 2011, los diferenciales de renta fija privada con calificación de grado de inversión se redujeron en casi todas las calificaciones de la deuda emitida por los sectores financiero y no financiero, observándose el mayor descenso en la deuda con calificación BBB emitida por las instituciones financieras, aunque el diferencial se mantiene bastante por encima de los niveles anteriores a la crisis. Los otros diferenciales de renta fija privada con calificación de grado de inversión, excepto los de la deuda con calificación BBB emitida por instituciones financieras, parecen haberse estabilizado desde el verano de 2010 en niveles ligeramente superiores a los registrados antes de la crisis financiera. La actividad emisora siguió siendo dinámica en enero, en particular en el mercado de bonos garantizados de la zona del euro, con elevados volúmenes de emisión. La caída de los diferenciales de renta fija privada también fue generalizada en los distintos países de la zona.

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

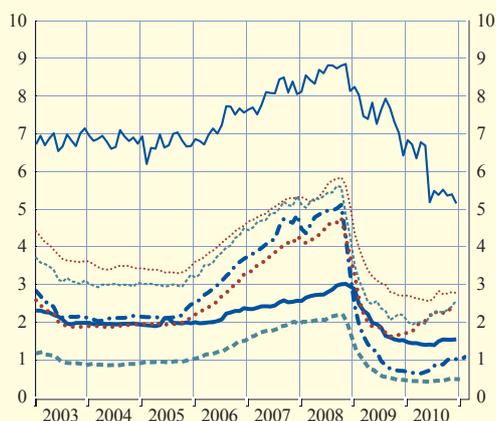
*En diciembre de 2010, la mayor parte de los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados por las IFM a las sociedades no financieras tendieron al alza en el caso de los vencimientos de corto plazo y descendieron o no experimentaron variación en lo que respecta a los de largo plazo. De la misma manera, la gran mayoría de los tipos de interés aplicados por las IFM a sus préstamos a los hogares se redujeron ligeramente o se mantuvieron prácticamente sin variación. En términos históricos, los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM tanto a los hogares como a las sociedades no financieras siguen siendo muy reducidos en todos los plazos de vencimiento.*

En noviembre de 2010, la gran mayoría de los tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los depósitos se redujeron ligeramente en el caso de los hogares, pero se mantuvieron prácticamente estables en lo que se refiere a las sociedades no financieras. La mayor parte de los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos concedidos a los hogares experimentaron un ligero descenso, mientras que en el caso de las sociedades no financieras tendieron ligeramente al alza (véase gráfico 17). Más concretamente, los tipos de interés a corto plazo aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registraron una leve disminución, hasta algo menos del 2,8%, mientras que los tipos de interés aplicados al crédito al consumo, que son más volátiles, se redujeron hasta el 5,1% en diciembre, desde el 5,4% observado en noviembre. Los tipos de interés medios de los descubiertos en cuenta de los hogares se mantuvieron, en general, estables en el 8,6%. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés a corto plazo aplicados por las entidades de crédito a los préstamos por importe reducido (es decir, inferior a un millón de euros) descendieron ligeramente, hasta el 3,5%, mientras que los aplicados a los préstamos por importe elevado (es decir, superior a un millón de euros) se incrementaron en unos 17 puntos básicos, hasta situarse en el 2,6%. Los tipos de interés aplicados a los descubiertos en cuenta se mantuvieron prácticamente sin variación en el 3,9%. Tras un descenso marginal del EURIBOR de 2 puntos básicos en diciembre 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 mantuvo constante, mientras que, en el caso de los préstamos otorgados a las sociedades no financieras, registró un incremento de alrededor de 20 puntos básicos (véase gráfico 18).

**Gráfico 17 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



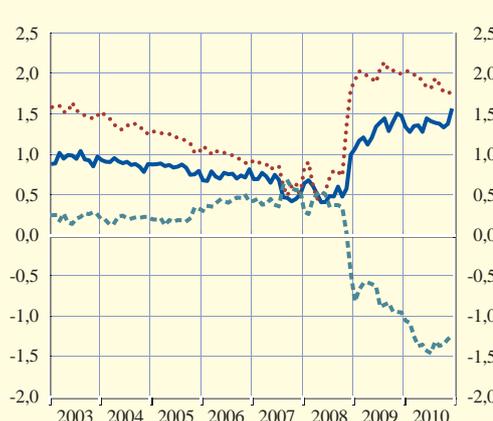
Fuente: BCE.

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

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

- 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).

Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, entre finales de septiembre de 2008 (es decir, inmediatamente antes del comienzo del ciclo de relajación de la política monetaria) y finales de diciembre de 2010, los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como a los concedidos a las sociedades no financieras se redujeron en torno a 300 puntos básicos, frente a un descenso de 400 puntos básicos del EURIBOR a tres meses, lo que indica que la transmisión de las variaciones de los tipos de mercado a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito ha sido significativa. La estabilización general que han registrado en los últimos meses los tipos de interés a corto plazo aplicados tanto a los préstamos a los hogares como a los concedidos a las sociedades no financieras parece indicar que la transmisión gradual de las anteriores reducciones de los tipos de interés del BCE ha llegado a su fin.

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, tanto en el caso de los hogares como en el de las sociedades no financieras, en diciembre de 2010. La mayoría de los tipos de interés aplicados a los préstamos a más largo plazo a las sociedades no financieras se mantuvieron prácticamente estables o descendieron ligera-

mente, revirtiendo así, en parte, el incremento registrado en el mes anterior. Por el contrario, los tipos de interés a más largo plazo de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda experimentaron un ligero incremento (véase gráfico 19). Concretamente, los tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años y hasta diez años aumentaron unos pocos puntos básicos, para situarse en el 3,8%, manteniéndose casi en mínimos históricos. Por lo que respecta a las sociedades no financieras, los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe reducido con período inicial de fijación de más de un año y hasta cinco años se redujeron en torno a 10 puntos básicos, hasta el 4,2%, mientras que los correspondientes a los préstamos con período inicial de fijación del tipo de más de cinco años se incrementaron ligeramente, hasta el 3,9%. Los tipos de interés medios aplicados a los préstamos por importe elevado con períodos iniciales de fijación tanto a medio como a largo plazo descendieron alrededor de 20 y 5 puntos básicos, respectivamente, para situarse en el 2,8% y el 3,5%.

Desde una perspectiva de más largo plazo, se observa que, 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 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. Durante este período, los tipos de interés a largo plazo aplicados a los préstamos a los hogares no han caído en la misma medida, lo que refleja una transmisión más incompleta y lenta en el caso de los hogares. No obstante, en los últimos meses, los tipos de interés a más largo plazo de los préstamos a los hogares han seguido reduciéndose, mientras que los tipos de mercado han ido en aumento. Como resultado, el diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA ha experimentado una contracción desde agosto, hasta situarse en torno a 100 puntos básicos en diciembre. En el caso de las sociedades no financieras, la interrupción de la tendencia ascendente de los tipos de interés a largo plazo de los préstamos, observada desde septiembre, se ha traducido en una reducción de su diferencial con respecto a los rendimientos de la deuda pública a largo plazo.

El tipo de interés medio de los préstamos bancarios, ponderado por las nuevas operaciones, se redujo en diciembre, mientras que los tipos medios aplicados a los depósitos prácticamente no experimentaron variación. Como resultado, el diferencial entre los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo y de los depósitos descendió en torno a 10 puntos básicos, para situarse ligeramente por encima de los mínimos históricos. Por el contrario, el diferencial medio calculado sobre los saldos vivos siguió manteniéndose, en general, estable en diciembre, al igual que en los últimos meses. Unos márgenes relativamente estables contribuirán positivamente al margen de intermediación y a la rentabilidad de las entidades de crédito de la zona del euro.

**Gráfico 19 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)



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).

## 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre el 31 de diciembre de 2010 y el 2 de febrero de 2011, las cotizaciones bursátiles aumentaron el 6,1% y el 3,7%, respectivamente, en la zona del euro y en Estados Unidos. Estos aumentos se vieron respaldados por la publicación de datos económicos generalmente positivos a ambos lados del Atlántico. En la zona del euro, cierta disminución de las tensiones en la mayor parte de los mercados de deuda soberana siguió favoreciendo a los mercados de renta variable, junto con un ligero repunte del apetito por el riesgo. Al mismo tiempo, la incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó y permaneció por debajo de la media histórica. En promedio, las empresas cotizadas de la zona del euro registraron un crecimiento de los beneficios mejor de lo esperado.

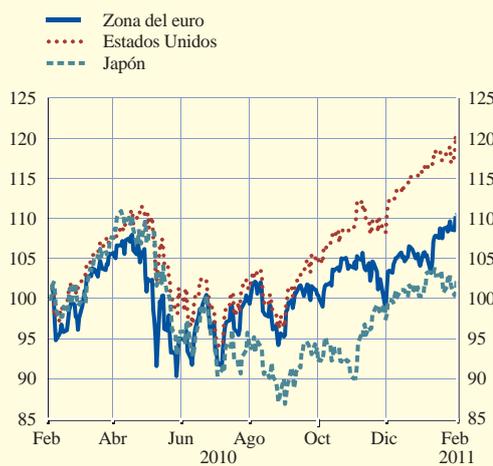
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro y Estados Unidos aumentaron entre finales de diciembre de 2010 y comienzos de febrero de 2011. En general, las cotizaciones de la zona, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, aumentaron un 6,1%, mientras que las de Estados Unidos, medidas por el índice Standard and Poor's 500, se incrementaron un 3,7% entre el 31 de diciembre y el 2 de febrero (véase gráfico 20). En ese mismo período, las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, subieron un 2,2%.

Durante el período de referencia, la evolución de los mercados de renta variable de la zona del euro estuvo impulsada, por una parte, por la publicación de datos económicos generalmente positivos. El dinamismo observado en la industria se vio respaldado por la publicación de datos económicos mejores de lo esperado, y los datos relativos a los servicios también fueron sorprendentemente positivos. Los indicadores de la actividad económica futura basados en encuestas siguieron siendo muy favorables en enero. Los mercados de renta variable también se vieron favorecidos por los anuncios de beneficios superiores a lo previsto y por la mejora de las condiciones en la mayoría de los mercados de deuda soberana de la zona del euro, así como por un ligero repunte del apetito por el riesgo. Los datos económicos publicados durante el período analizado también fueron positivos, en líneas generales, para Estados Unidos. La confianza de los consumidores y los datos sobre ventas de viviendas nuevas resultaron ser sorprendentemente favorables, pero esto no eliminó por completo la preocupación acerca de la situación en los mercados de trabajo. Los datos sobre beneficios declarados también influyeron positivamente, en general, en la evolución de los mercados de renta variable en Estados Unidos durante el período examinado.

Tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, el nivel de incertidumbre de los mercados de renta variable, medido por la volatilidad implícita, prácticamente no se modificó durante el período de referencia (véase gráfico 21). La evolución intramensual de la volatilidad estuvo asociada a las expectativas de los mercados acerca de posibles modificaciones del alcance y de los fondos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

Gráfico 20 Índices bursátiles

(índice: 1 de febrero de 2010 = 100; datos diarios)



Fuentes: Reuters y Thomson Financial Datastream.

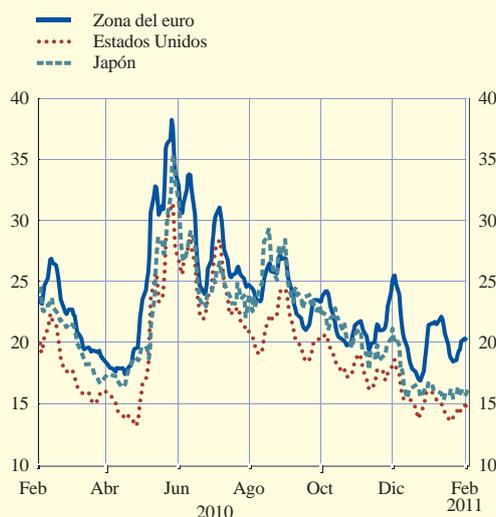
Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

En enero, los índices bursátiles de la zona del euro mejoraron en todos los sectores. Las cotizaciones del sector financiero de la zona se elevaron considerablemente, un 13,1%, principalmente como consecuencia de cierta disminución de las tensiones en la mayoría de los mercados de deuda soberana de la zona, tras el éxito de las subastas de deuda soberana y de una actitud algo más positiva hacia el riesgo. Las cotizaciones del sector no financiero aumentaron un 3% durante ese mismo período, continuando con ello la tendencia al alza que comenzó a mediados de 2010. En enero, la evolución de las cotizaciones bursátiles fue positiva en todos los países de la zona del euro, y especialmente en países en los que recientemente se habían producido fuertes tensiones en relación con la deuda soberana. La evolución de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos fue también positiva en todos los sectores. A diferencia de la evolución observada en la zona del euro, las cotizaciones del sector financiero estadounidense registraron peores resultados durante este período.

La evolución de los beneficios efectivos y esperados proporcionó una valoración generalmente positiva de la rentabilidad de las empresas cotizadas de la zona del euro. Además, los anuncios de beneficios fueron, en general, mejores de lo esperado. Los beneficios efectivos por acción de las empresas incluidas en el índice Dow Jones EURO STOXX crecieron un 38% en enero de 2011, frente al 37% de diciembre de 2010. De igual modo, se prevé que el crecimiento de los beneficios por acción en los próximos doce meses sea relativamente acusado y se sitúe en el 15%. A escala de los sectores, el crecimiento interanual de los beneficios por acción en el sector financiero fue del 33% en enero, en comparación con el 31% de diciembre, mientras que el de la industria se situó en el 32% en enero, desde el 29% de diciembre.

**Gráfico 21 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.

#### Recuadro 4

#### CUENTAS INTEGRADAS DE LA ZONA DEL EURO DEL TERCER 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 enero de 2011, con datos hasta el tercer trimestre de 2010, presentan señales adicionales de normalización en la zona del euro a medida que prosigue la recuperación. El crecimiento de la renta disponible de los hogares se vio impulsado principalmente por la distribución primaria del valor añadido, mientras que la contribución de la redistribución pública de la renta a través de las transferencias netas y los impuestos directos fue negativa. La tasa de ahorro de los hoga-

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

res siguió reduciéndose, al tiempo que su patrimonio neto continuó creciendo en términos anuales (a raíz del aumento de los precios de los activos financieros y no financieros). Las sociedades no financieras siguieron avanzando hacia una posición deudora neta, tras un período marcado por una poco habitual posición acreedora neta. Los flujos reales mantuvieron, en general, su debilidad (la renta de los hogares disminuyó en términos reales), mientras que los agentes continuaron ajustando sus balances, en particular en el sector de sociedades no financieras. Los patrones de desintermediación en favor de los instrumentos de mercado eran todavía evidentes en todos los sectores, mientras que el apetito por el riesgo se recuperó, al atenuarse las tensiones de la deuda soberana.

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

La tasa de crecimiento interanual de la renta nominal disponible de la zona del euro se desaceleró ligeramente en el tercer trimestre de 2010, hasta el 2,9%, frente al 3,5% del trimestre anterior (véase gráfico A). Este crecimiento benefició a todos los sectores de la economía, salvo a las instituciones financieras, cuya renta se redujo. El crecimiento de la renta de las sociedades no financieras volvió a ser intenso, con un 6,9%, aunque inferior al observado en el segundo trimestre de 2010, al ralentizarse el crecimiento del valor añadido, incrementarse los gastos tributarios y acelerarse la distribución de los beneficios. El crecimiento de la renta de las Administraciones Públicas repuntó una vez más, al subir de forma acusada los impuestos sobre la producción y sobre las importaciones. El crecimiento de la renta de los hogares también se aceleró a causa del incremento de los ingresos por dividendos y, en menor medida, de la remuneración de los asalariados, mientras que la imposición directa moderó el crecimiento de la renta por primera vez en dos años. La renta real de los hogares mantuvo su debilidad y siguió contrayéndose a medida que repuntaba la inflación de precios de consumo.

Por segundo trimestre consecutivo, la expansión de la renta se tradujo en un aumento del ahorro bruto en la zona del euro, lo que refleja —en particular— un ahorro público con importes menos negativos y la continuidad del crecimiento de los beneficios no distribuidos de las sociedades no financieras en el contexto de una persistente acumulación de reservas de liquidez. A pesar del incremento de la renta de los hogares, sus ahorros cayeron de nuevo, al seguir creciendo el consumo en términos reales, que superó, por tanto, a la renta. La tasa de ahorro de los hogares (desestacionalizada) se redujo hasta el 13,8%, aproximándose a los niveles anteriores a la crisis.

La formación bruta de capital fijo siguió recuperándose a una tasa de crecimiento interanual del 1,7%, ya que el crecimiento tanto para los hogares como para las instituciones financieras pasó a ser positivo por vez primera en varios trimestres. Al mismo tiempo, dado que las sociedades no financie-

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.

ras redujeron el ritmo de desacumulación de existencias, la formación de capital total se incrementó un 7,2%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior.

El déficit por cuenta corriente de la zona del euro aumentó por primera vez en año y medio, hasta el 0,8% del PIB, calculado a partir de los flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres (véase gráfico B), ya que la formación de capital superó a los ahorros. El aumento del déficit se debió principalmente al constante descenso de la tasa de ahorro de los hogares, aunque se vio mitigado por la mejora observada en las cuentas públicas. Las sociedades no financieras mantuvieron su inusual posición acreedora neta (aunque su nivel fue inferior al de trimestres anteriores), es decir, en general continuaron proporcionando financiación a otros sectores. Al igual que en trimestres anteriores, la financiación del déficit por cuenta corriente siguió estando dominada por los flujos de entrada netos en valores distintos de acciones (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres), aunque las compras de valores distintos de acciones por no residentes cesaron de forma abrupta en el tercer trimestre.

### Evolución de los sectores institucionales

El crecimiento interanual de la renta bruta disponible nominal de los hogares se incrementó hasta el 1,5%, frente al 0,9% del trimestre anterior, a causa del aumento de la rentas de la propiedad netas, sobre todo, de los pagos de dividendos (véase gráfico C). La remuneración de los asalariados siguió siendo la variable que más contribuyó al crecimiento interanual de la renta, si bien su aportación al crecimiento adicional fue solo marginal. Los efectos de los estabilizadores fiscales automáticos quedaron anulados, ya que la contribución de los impuestos directos fue negativa por primera vez desde 2008, y el crecimiento de la renta procedente de las transferencias públicas se detuvo. Así pues, el crecimiento de la renta tuvo su origen directamente en las actividades empresariales (principalmente, en los pagos de dividendos).

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

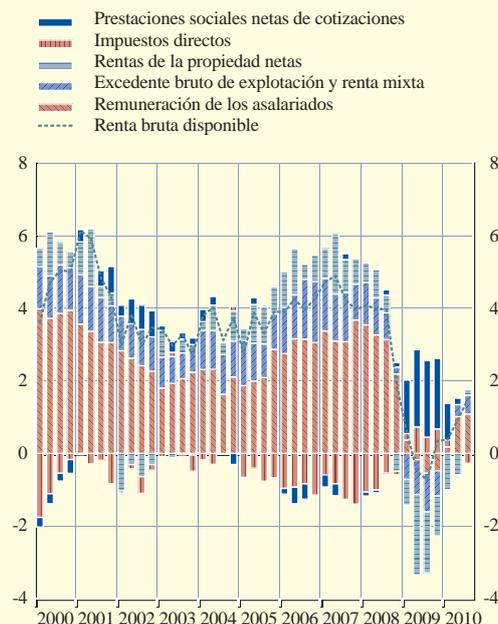
(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres)



Fuentes: Eurostat y BCE.

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

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



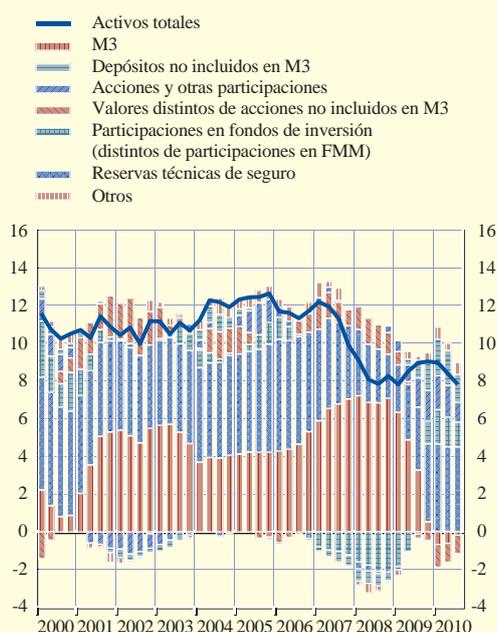
Fuentes: Eurostat y BCE.

Al igual que 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 contracción de la renta real. Del mismo modo, el crecimiento más intenso del consumo (2,8%) y la recuperación de la inversión no financiera (el segundo trimestre consecutivo de crecimiento interanual positivo tras dos años de descensos) dieron lugar a una caída adicional de su capacidad de financiación, que, en estos momentos, está próxima a los niveles anteriores a la crisis. Este hecho se vio reflejado en un aumento constante de la financiación mediante préstamos y en una disminución de la inversión financiera de 0,6 puntos porcentuales sobre la renta bruta disponible (véase gráfico D), lo que apunta un cierto desplazamiento de las carteras hacia el capital inmobiliario. En general, las significativas reestructuraciones de cartera hacia activos no monetarios observadas desde finales de 2008 continuaron —aunque a un ritmo más lento—, representando las reservas técnicas de seguro más de la mitad de la inversión financiera.

El crecimiento interanual del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras se moderó hasta situarse en el 4,7% en el tercer trimestre de 2010, frente al 8,3% registrado en el segundo trimestre, como consecuencia principalmente de un aumento de los impuestos pagados. Al mismo tiempo, las rentas de la propiedad distintas de los intereses (sobre todo pagos de dividendos) se incrementaron por primera vez desde 2008. El persistente e intenso crecimiento de la inversión no financiera (impulsado por la formación de capital fijo, que aumentó por segundo trimestre consecutivo, hasta situarse en el 2,9%, después de haber descendido de forma continua en los trimestres anteriores) dio lugar a una sólida tendencia de retorno a una posición deudora neta, aunque los flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres aún muestran una posición acreedora neta (véase gráfico E). En este contexto, la financiación externa (pasivos financieros totales) siguió recuperándose, y creció un 2,1%, en

**Gráfico D Inversión financiera de los hogares**

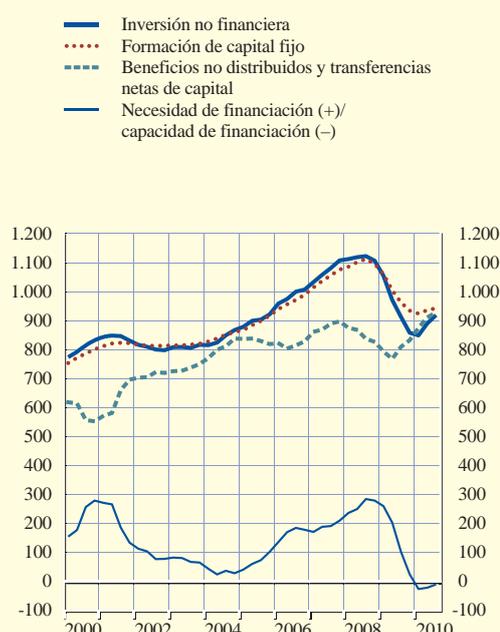
(flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres; porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y BCE.

**Gráfico E Ahorro, inversión no financiera (incluida la formación de capital fijo) y necesidad de financiación de las sociedades no financieras**

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



Fuentes: Eurostat y BCE.

tasa interanual, en el tercer trimestre de 2010, después de haberse recuperado a comienzos de año tras dos años de continuos descensos. Siguiéron observándose efectos de sustitución, ya que la financiación en el mercado (valores distintos de acciones y acciones cotizadas) compensó las amortizaciones netas de los préstamos de las IFM (véase gráfico F).

Las ratios de apalancamiento, si bien aún se situaban en niveles históricamente elevados, mantuvieron la senda de descenso iniciada después de los máximos alcanzados a comienzos de 2009: la relación entre la deuda y los activos de las sociedades no financieras disminuyó hasta el 26,1% en el tercer trimestre de 2010. En lo que se refiere a la vulnerabilidad de los flujos de caja, los pagos netos por intereses en relación con el valor añadido bruto siguieron descendiendo hasta el 2,4%. Esta dinámica a la baja se amplió a la deuda en relación con el valor añadido bruto, que se redujo por segundo trimestre consecutivo.

La necesidad de financiación de las Administraciones Públicas descendió hasta el 6,2% del PIB (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), frente al 6,5% del PIB registrado en el trimestre anterior. La evolución observada en el segundo y tercer trimestre de 2010 indica una inversión de la tendencia negativa iniciada en el primer trimestre de 2008, cuando la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas solamente ascendía al 0,7% del PIB. Esta mejora obedece a un inversión pública bruta ligeramente inferior (2,6% del PIB, frente al 2,7% del PIB en el trimestre anterior) y a un menor desahorro bruto, que pasó del 3,8% del PIB en el segundo trimestre al 3,6% del PIB en el tercero. La renta disponible bruta de las Administraciones Públicas se elevó un 6,5%, en términos interanuales, frente al 4% del trimestre anterior. Los impuestos sobre la producción y sobre las importaciones fueron las variables que más contribuyeron a este incremento. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía con una recuperación moderada. La tasa de crecimiento de la inversión financiera se incrementó ligeramente hasta el 0,7% (en flujos acumulados de los cuatro últimos trimestres), tras la contracción registrada en el primer y segundo trimestre (de un 1,5% y un 0,5%, respectivamente). Todo apunta a un cierto grado de normalización después de que la inversión financiera alcanzara un máximo histórico en el primer trimestre de 2009 en el contexto de las medidas de apoyo al sector financiero.

La renta bruta de las instituciones financieras creció con solidez en el tercer trimestre (un 3,3%, en tasa interanual), pues continuaron beneficiándose de la pendiente de la curva de tipos. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera (operaciones sobre saldos) aumentó 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 2,9%, a causa, principalmente, de la recuperación de los préstamos

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

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



Fuentes: Eurostat y 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).

concedidos por las IFM (sobre todo a las sociedades no financieras, aunque las tasas de crecimiento interanual seguían siendo negativas), como consecuencia de la vuelta progresiva a un modelo de negocio bancario más tradicional. Del mismo modo, el incremento de los pasivos (2,6%) se debió fundamentalmente al aumento de la financiación a través de depósitos. Además, la financiación mediante pasivos de los inversores institucionales (reservas técnicas de seguros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones y participaciones en fondos de inversión emitidas por otros intermediarios financieros) siguió siendo la principal contribución a la financiación total, aunque su porcentaje descendió ligeramente. En resumen, continúa siendo evidente la tendencia en la desintermediación financiera que favorece la financiación fuera del canal bancario.

### Mercados financieros

La emisión neta de deuda pública, que dominó el mercado de renta fija, fue menos dinámica en el tercer trimestre. Las sociedades no financieras redujeron asimismo sus emisiones (aunque continuaron vendiendo algunos de los valores distintos de acciones que tenían en su poder). El resto del mundo pasó a convertirse en vendedor neto de valores distintos de acciones, ya que los no residentes suspendieron las importantes compras que habían efectuado anteriormente. Los hogares comenzaron a vender de nuevos dichos valores. Las empresas de seguros aumentaron sus compras y las IFM siguieron siendo también compradores netos, aunque esto se debió principalmente a la constante amortización de pasivos. Los otros intermediarios financieros volvieron a ser compradores netos, una posición que refleja un equilibrio entre las compras realizadas por los fondos de inversión y operaciones tales como la emisión de valores mediante fondos de titulización (por ejemplo, en el contexto de la titulización ad hoc).

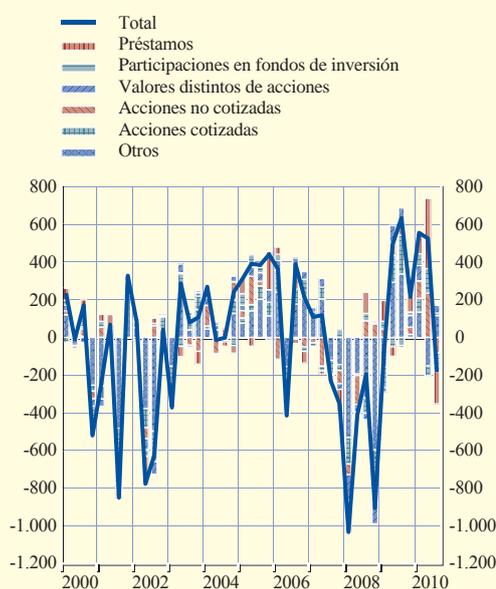
### Evolución de los balances

El valor de la cartera de valores distintos de acciones de las instituciones financieras repuntó en el segundo trimestre de 2010, debido a la elevada ponderación de los activos refugio que se beneficiaron del desplazamiento de los fondos hacia activos de mayor calidad en el contexto de la crisis de la deuda soberana. Esta tendencia se invirtió en parte en el tercer trimestre, al atenuarse las tensiones (véase gráfico G). Las acciones aumentaron de valor a raíz de la recuperación de los mercados bursátiles en ese trimestre.

En el tercer trimestre de 2010, la variación interanual del patrimonio neto de los hogares se man-

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

(flujos intertrimestrales; mm de euros)



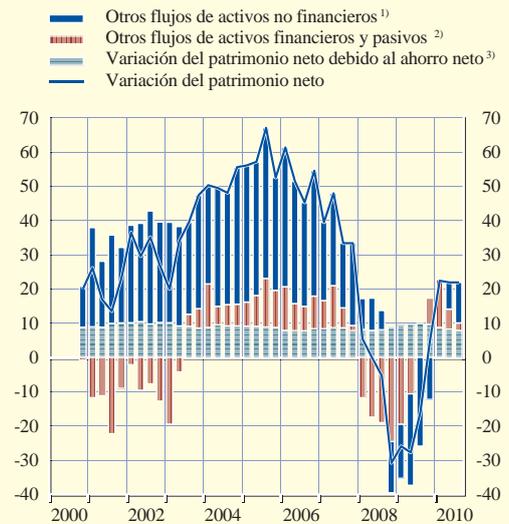
Fuentes: Eurostat y BCE

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.

tuvo prácticamente sin cambios en el 21,9% de su renta anual. Aparte de la positiva influencia del ahorro neto (7,9% de la renta), los hogares se beneficiaron de las revalorizaciones de sus acciones y otras participaciones (14,1% de su renta), como consecuencia de la vigorosa recuperación del mercado mencionada, y de un repunte de la riqueza inmobiliaria (véase gráfico H).

### 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.

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

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

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

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 2,4% en enero de 2011, tras el 2,2% registrado en diciembre de 2010. Este nuevo aumento ya se había previsto en líneas generales y refleja, en gran medida, la subida de los precios de la energía. De cara a los próximos meses, las tasas de inflación podrían seguir elevándose temporalmente y es probable que se mantenga ligeramente por encima del 2% durante la mayor parte de 2011, antes de volver a moderarse hacia el final del año. En general, existen evidencias continuas de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación general, derivadas, principalmente, de los precios de la energía y de las materias primas. Dichas presiones también son visibles en las primeras fases del proceso de producción. Esta evolución no ha afectado por el momento a la valoración de que la evolución de precios se mantendrá en línea con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario un seguimiento muy estrecho. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en consonancia 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 a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero podrían elevarse, como ya se indicó en enero.

#### 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 elevó hasta el 2,4% en enero de 2011, desde el 2,2% observado en diciembre de 2010 (véase cuadro 5). Este aumento de la inflación medida por el IAPC ya se había previsto en líneas generales y se produjo a pesar de un efecto de base a la baja de algo más de 0,1 punto porcentual, procedente de los componentes de energía y alimentos. Se prevé que, en 2011, los efectos de base influyan en el perfil de la inflación medida por el IAPC general, como se ilustra en el recuadro 5. No se dispone todavía de estimaciones oficiales sobre el detalle de la inflación medida por el IAPC para enero, pero parece que el aumento de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se ha debido principalmente al componente energético. Según la información más reciente procedente del Boletín Petrolífero semanal de la Comisión Europea, los precios de los combustibles líquidos volvieron a incrementarse en enero de 2011, aunque algo menos que en diciembre de 2010.

**Cuadro 5 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2009	2010	2010 Ago	2010 Sep	2010 Oct	2010 Nov	2010 Dic	2011 Ene
<b>IAPC y sus componentes</b>								
Índice general <sup>1)</sup>	0,3	1,6	1,6	1,8	1,9	1,9	2,2	2,4
Energía	-8,1	7,4	6,1	7,7	8,5	7,9	11,0	.
Alimentos no elaborados	0,2	1,2	2,4	2,5	2,4	2,7	3,2	.
Alimentos elaborados	1,1	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	1,5	.
Bienes industriales no energéticos	0,6	0,4	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7	.
Servicios	2,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	.
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	-5,1	2,9	3,6	4,3	4,4	4,5	5,3	.
Precios del petróleo (euro/barril)	44,6	60,7	59,9	59,8	60,2	63,1	69,6	72,6
Precios de las materias primas no energéticas	-18,5	44,7	47,6	54,7	47,5	48,6	49,6	45,7

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

Nota: Los datos de los precios industriales se refieren al Euro-17.

1) La inflación medida por el IAPC de enero de 2011 corresponde a una estimación preliminar de Eurostat.

## Recuadro 5

### EVOLUCIÓN RECIENTE Y FUTURA DE LA INFLACIÓN MEDIDA POR EL IAPC: INCIDENCIA DE LOS EFECTOS DE BASE

A lo largo de 2010 los precios de la energía y los alimentos registraron fuertes movimientos al alza, que tuvieron un impacto significativo en el perfil de la inflación medida por el IAPC. A continuación, se muestra en qué medida esta evolución afectará a la senda de la tasa de inflación interanual en 2011, debido a los llamados efectos de base.

#### Definición

Al analizar las variaciones de las tasas de inflación interanual es importante comprender hasta qué punto reflejan la evolución actual de los precios (es decir, las «noticias» que se producen entre un mes y el siguiente), así como el grado en que reflejan movimientos de los índices que tuvieron lugar 12 meses antes a través de los llamados efectos de base. Estos efectos se producen cuando las variaciones de la tasa de crecimiento interanual del IAPC son atribuibles a un movimiento atípico del índice en el período base<sup>1</sup>. Dejan sentir especialmente su influencia en períodos en los que la volatilidad de la inflación 12 meses antes era elevada, por ejemplo, como resultado de bruscos movimientos de los precios de las materias primas.

Aunque el concepto es intuitivo, identificar y estimar los efectos de base no es sencillo en la práctica. Definir que un efecto de base es imputable a influencias atípicas que afectan al índice de precios 12 meses antes supone calcular la desviación de la tasa de variación intermensual en el período base con respecto a su evolución normal. Sin embargo, no existe ningún medio comúnmente aceptado de identificar estas influencias atípicas. A los efectos de este trabajo, la evolución normal de las variaciones intermensuales del IAPC se calcula para cada mes sumando un efecto estacional estimado a la variación media intermensual observada desde enero de 1995.

Considerando el pasado reciente, la inflación interanual de la zona del euro, medida por el IAPC, registró un aumento constante a lo largo de 2010, pasando del 1% en enero al 2,2% en diciembre. Este incremento de 1,2 puntos porcentuales se debió casi en su totalidad a la evolución de los componentes de energía y alimentos del IAPC,

Gráfico A Contribuciones a la variación interanual de la inflación medida por el IAPC desde enero de 2010

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Incluye servicios y bienes industriales no energéticos.

1 Técnicamente, un efecto de base puede definirse como la contribución a la variación de la tasa de inflación interanual en un mes concreto, derivada de una desviación de la tasa de variación intermensual en el mes base (es decir, el mismo mes un año antes) con respecto a su trayectoria normal, teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales. Para más información, véase el recuadro titulado «Evolución reciente y futura de la inflación medida por el IAPC: incidencia de los efectos de base», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2008.

mientras que la contribución de los otros componentes fue relativamente moderada (véase gráfico A). A su vez, el incremento de la tasa de inflación de la energía y los alimentos tuvo su origen, al menos en parte, en los efectos de base alcistas derivados de la volatilidad de los precios de las materias primas observada anteriormente<sup>2</sup>. No obstante, el aumento de la inflación medida por el IAPC reflejó también la evolución real de 2010, en particular, la transmisión de las subidas de los precios del crudo registradas en los mercados internacionales a lo largo del año, la depreciación del euro en el primer semestre y el impacto de los incrementos más recientes de los precios de las materias primas distintas del petróleo en los mercados mundiales. Además, por lo que respecta a los precios de los alimentos, los acusados aumentos observados hacia finales de 2010 también reflejaron subidas de los precios de los alimentos no elaborados, como la carne y las verduras, relacionados con las condiciones meteorológicas. El incremento de los impuestos indirectos también impulsó temporalmente al alza la inflación en algunos países.

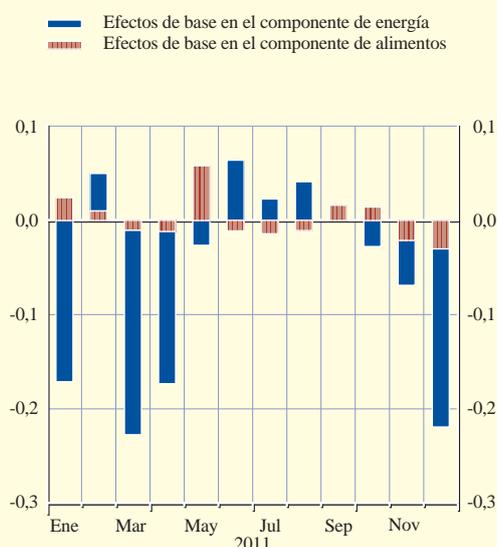
### Impacto de los efectos de base en el perfil de la inflación medida por el IAPC en 2011

En 2011 se prevé que los efectos de base tendrán una fuerte influencia en el perfil de la inflación general. En el gráfico B se muestran las contribuciones previstas de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos a las variaciones mensuales de la tasa de inflación interanual en los 12 meses hasta diciembre de 2011. Cabe señalar que se estima que las contribuciones de los efectos de base derivados de la evolución de los precios de la energía serán, en su mayoría, negativas y que adquirirán dimensiones especialmente importantes en la primavera y en diciembre, en la medida en que los fuertes incrementos mensuales de este componente registrados un año antes se eliminen de la comparación interanual. Al mismo tiempo, se estima que las contribuciones de los efectos de base

2 Para más información, véase el recuadro titulado «Los efectos base y su impacto sobre la inflación medida por el IAPC en 2010», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

**Gráfico B Contribución de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos a la variación mensual de la inflación interanual medida por el IAPC en 2011**

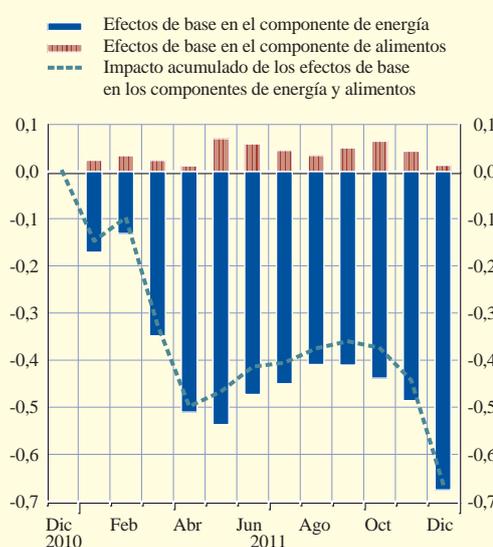
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico C Impacto acumulado de los efectos de base en los componentes de energía y alimentos en 2011**

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

derivados de la evolución de los precios de los alimentos serán más volátiles a lo largo de 2011, pero seguirán siendo, en general, pequeñas y se mantendrán por debajo de 0,1 puntos porcentuales

En el gráfico C se acumula la contribución de los efectos de base a las variaciones interanuales del IAPC en los últimos 12 meses, a partir de diciembre de 2010. El gráfico muestra que, según las proyecciones, los efectos de base en los componentes de energía y alimentos tendrán un impacto a la baja acumulado sobre la inflación interanual medida por el IAPC de alrededor de 0,7 puntos porcentuales entre enero y diciembre de 2011. Se prevé que este impacto tendrá su origen, principalmente, en efectos de base en el componente de energía, mientras que los efectos de base en el componente de alimentos seguirán siendo, en general, poco relevantes a lo largo del año.

En general, los efectos de base derivados de variaciones de los precios de la energía probablemente contribuirán a configurar las perspectivas de la evolución de la inflación medida por el IAPC en los próximos meses. No obstante, la evolución futura de la inflación es incierta y no puede evaluarse de forma mecánica basándose únicamente en los efectos de base. El perfil de la tasa de crecimiento interanual del IAPC dependerá del impacto de las variaciones de los fundamentos económicos, como el dinamismo de la demanda de los consumidores y el crecimiento de los costes laborales, la evolución de los impuestos indirectos y los precios administrados, así como de la evolución futura de los precios de las materias primas y de cómo se transmitan a los consumidores de la zona del euro. En caso de que la recuperación económica de la zona del euro fuese más rápida de lo previsto actualmente y de que los precios de las materias primas sigan aumentando a lo largo de 2011, las presiones inflacionistas podrían ser más intensas. No obstante, la intensificación de esas presiones podría quedar oculta, al menos inicialmente, por el impacto a la baja de los efectos de base previstos sobre las tasas de inflación interanual.

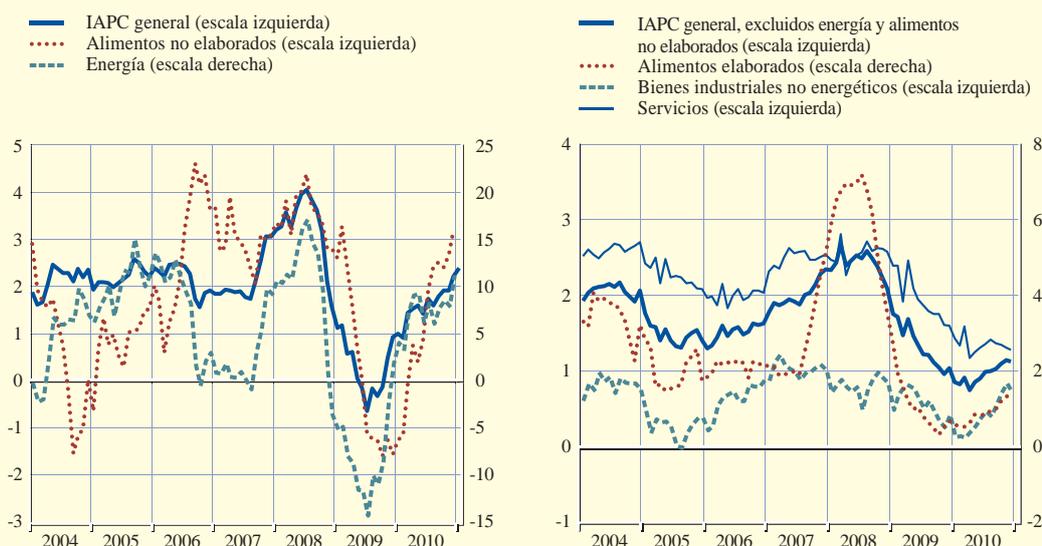
En diciembre de 2010, el último mes para el que se dispone del detalle oficial del IAPC, la tasa de crecimiento interanual del IAPC general se situó en el 2,2%, frente al 1,9% de noviembre (véase gráfico 22). Este aumento fue reflejo del incremento de las tasas de variación interanual de los componentes de energía y alimentos y de una tasa de inflación ligeramente más baja de los bienes industriales no energéticos, mientras que la inflación de los precios de los servicios se mantuvo sin variación. En términos intermensuales desestacionalizados, la inflación medida por el IAPC general aumentó a una tasa del 0,3% en diciembre, una subida ligeramente superior a la registrada el mes anterior.

La tasa de variación interanual de los precios de la energía se elevó hasta el 11% en diciembre de 2010 (el nivel más alto registrado desde octubre de 2008), debido al incremento de los precios, en términos interanuales, de casi todos los componentes, en especial de los combustibles líquidos y de los combustibles y lubricantes para vehículos. La subida de la inflación de los precios de la energía fue atribuible a un efecto de base al alza y a un aumento intermensual de los precios energéticos, ocasionado por la reciente escalada de los precios del petróleo en euros, como consecuencia del ascenso de los precios del petróleo en dólares estadounidenses y del debilitamiento del euro frente al dólar.

La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados continuó elevándose, hasta situarse en el 3,2%, debido principalmente a la subida de los precios de las legumbres y hortalizas. La tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados volvió a aumentar también, hasta el 1,5%, como consecuencia, sobre todo, del incremento de los precios del pan y los cereales, así como de la leche, el queso y los huevos. Sin embargo, a pesar de este ascenso, parece que la transmisión de la subida de los precios de las materias primas alimentarias a los consumidores ha sido limitada por el momento. Los precios del tabaco repuntaron, tanto en términos intermensuales como interanuales.

Gráfico 22 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuente: Eurostat.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

Si se excluyen todos los alimentos y la energía, que representan cerca del 30% de la cesta del IAPC, en diciembre de 2010 la inflación interanual medida por el IAPC se mantuvo en el 1,1%, sin cambios con respecto a los dos meses anteriores. 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 registró un leve descenso, hasta el 0,7%, debido, entre otros motivos, a la disminución de las tasas de variación interanual de los precios de los artículos de vestir y del calzado, como consecuencia de los descuentos de temporada. La inflación de los precios de los servicios permaneció sin variación en el 1,3% y, por tanto, se mantuvo en el intervalo del 1,3% al 1,4% observado durante la mayor parte de 2010.

### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

La inflación de los precios industriales (excluida la construcción) creció desde el 4,5% en noviembre hasta el 5,3% en diciembre de 2010, excediendo ligeramente las expectativas del mercado. Esta subida se debió, en gran medida, al componente energético, a pesar de un efecto de base a la baja. La inflación de los precios industriales, excluida la energía, registró un aumento de 0,3 puntos porcentuales y se situó en el 3,3%, como consecuencia de los movimientos al alza de los precios de los componentes de bienes intermedios y de bienes de consumo, originados por el ascenso de los precios de las materias primas. En particular, la tasa de variación de los precios industriales de los bienes de consumo se elevó hasta el 1,7%, la tasa más alta alcanzada desde noviembre de 2008, como resultado del incremento de la inflación de los precios de los bienes de consumo no duradero, generado por los precios industriales de los bienes alimenticios. La tasa de variación interanual de este componente volvió a aumentar hasta el 4,9% en diciembre de 2010, desde el 4,2% registrado en noviembre, debido a un repunte de los precios de las materias primas alimentarias. Sin embargo, pese a las fuertes subidas que han experimentado recientemente los precios industriales de los bienes alimenticios, su evolución ha sido moderada en comparación con la registrada en 2007 y aún indica una transmisión limitada del incremento de los precios de

**Gráfico 23 Desagregación de los precios industriales**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

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

(índices de difusión; datos mensuales)



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

las materias primas alimentarias a los precios industriales de los alimentos. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, excluidos los alimentos y el tabaco, se mantuvo sin cambio en el 0,0% por tercer mes consecutivo, lo cual apunta a la existencia de escasas presiones sobre la inflación subyacente medida por los precios de consumo.

Hasta enero, los indicadores de opinión continúan señalando un aumento de las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción (véase gráfico 24). El índice de directores de compras para enero de 2011 muestra un incremento de los precios en los sectores de manufacturas y servicios, con la excepción de los precios de venta en el sector de servicios, que cayeron por debajo de su media histórica de 50. En el mismo mes, el índice de precios de los bienes intermedios del sector manufacturero alcanzó un nuevo máximo histórico de 79,2, mientras que el del sector servicios se situó en 57,2, frente a 56,6 en el mes anterior. Estos incrementos reflejan las acusadas subidas recientes de los precios de las materias primas. El índice de precios de venta volvió a ascender en el sector de manufacturas, pero descendió hasta 49,9 en el sector servicios (tras aumentar hasta 50,8 en diciembre de 2010). Esta disminución por debajo del nivel teórico de 50, que representa la ausencia de cambios, indica que la mayoría de las empresas de servicios siguen señalando caídas en los precios y, por tanto, no pueden trasladar los aumentos de los costes de los bienes intermedios a los clientes. Sin embargo, a principios de 2011, los índices sintéticos de precios de los bienes intermedios y de precios de producción se situaron, por sexto mes consecutivo, en su media histórica o por encima de la misma.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

La evolución de los indicadores de costes laborales del tercer trimestre de 2010 siguió siendo contenida. La información preliminar sobre los salarios negociados correspondiente a los dos primeros meses del

**Cuadro 6 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

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

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

cuarto trimestre sugiere que el patrón de moderado crecimiento salarial se mantuvo en dicho trimestre, en línea con la persistente debilidad de los mercados de trabajo.

En el tercer trimestre de 2010, la tasa de crecimiento interanual de los salarios negociados de la zona del euro se redujo al 1,4%, un mínimo histórico desde el inicio de la serie en 1991 (véanse cuadro 6 y gráfico 26).

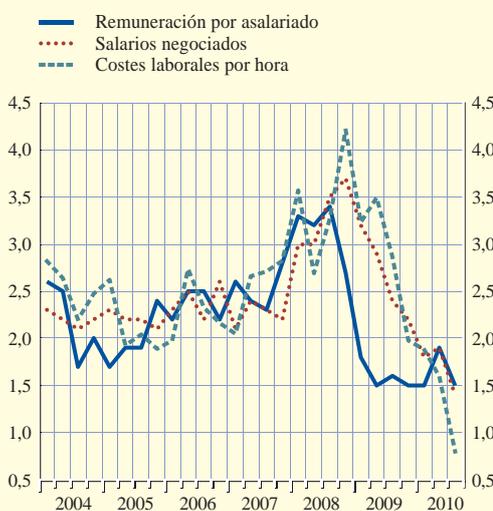
La tasa de crecimiento interanual de los costes laborales por hora de la zona del euro disminuyó desde el 1,6% en el segundo trimestre hasta el 0,8% en el tercer trimestre de 2010, que también constituye el nivel más bajo observado desde el inicio de esta serie en 2001.

En cuanto a la evolución sectorial, la desaceleración del crecimiento de los costes laborales por hora se produjo de forma generalizada en todos los sectores, observándose el descenso más pronunciado en el sector de la construcción. En la industria y los servicios de mercado, el ritmo de crecimiento de estos costes también fue ligeramente más lento que en el trimestre anterior. En conjunto, parece que la tasa de crecimiento de los costes no salariales siguió siendo más elevada que la del componente de sueldos y salarios de la remuneración por asalariado.

La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 1,5% en el tercer trimestre de 2010, desde el 1,9% del segundo trimestre, debido a la desaceleración tanto del crecimiento de la remuneración por hora como del crecimiento de las horas trabajadas por asalariado. Esta evolución se observó en la mayoría de los países de la zona del euro. Al mismo tiempo, la productividad del trabajo por persona ocupada, que había vuelto a repuntar en el primer trimestre de 2010, siguió creciendo a buen ritmo en el tercer trimestre de 2010. La tasa de crecimiento interanual del 2,1% fue superior a la de la remuneración por asalariado, lo que dio lugar a una disminución del crecimiento interanual de los costes laborales unitarios (-0,5%) por tercer trimestre consecutivo.

**Gráfico 25 Indicadores de costes laborales**

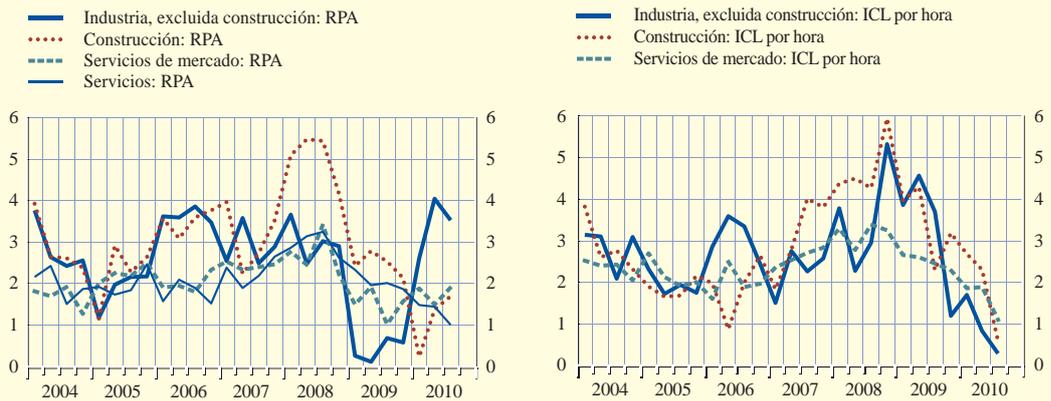
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

### Gráfico 26 Evolución de los costes laborales por sectores

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. RPA = remuneración por asalariado; ICL = índice de costes laborales.

### 3.4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

En los próximos meses, las tasas de inflación podrían seguir aumentando temporalmente, manteniéndose con toda probabilidad ligeramente por encima del 2% durante la mayor parte de 2011, antes de volver a moderarse hacia el final del año. En general, existen evidencias continuas de presiones al alza a corto plazo sobre la inflación general, derivadas, principalmente, de los precios de la energía y de las materias primas. Dichas presiones también son visibles en las primeras fases del proceso de producción. Esta evolución no ha afectado por el momento a la valoración de que la evolución de precios se mantendrá en línea con la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. Al mismo tiempo, es necesario un seguimiento muy estrecho. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

La última encuesta del BCE a expertos en previsión económica (véase recuadro 6) muestra que, en relación con la encuesta anterior, los encuestados han revisado al alza las expectativas de inflación para los años 2011 y 2012 y las han situado dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2010. Las expectativas de inflación a largo plazo (para 2015) se han modificado ligeramente al alza, hasta el 2%.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo siguen estando, en general, equilibrados, pero, como ya se indicó en enero, podrían elevarse. Actualmente, los riesgos alcistas están relacionados, en particular, con la evolución de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas. Además, los impuestos indirectos y los precios administrados podrían registrar aumentos superiores a los esperados en la actualidad, debido a la necesidad de sanear las finanzas públicas en los próximos años, y las presiones sobre los precios a lo largo de la cadena de producción podrían acrecentarse. Los riesgos bajistas están relacionados, principalmente, con el impacto sobre la inflación de un crecimiento potencialmente menor, debido a la incertidumbre reinante.

Recuadro 6

**RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BCE A EXPERTOS EN PREVISIÓN ECONÓMICA CORRESPONDIENTES AL PRIMER TRIMESTRE DE 2011**

Este recuadro presenta los resultados correspondientes al primer trimestre de 2011 de la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) realizada por el BCE entre el 14 y el 18 de enero de 2011, en relación con la cual se recibieron 56 respuestas. En esta encuesta se recogen las expectativas de expertos de instituciones financieras y no financieras radicadas en la Unión Europea respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro<sup>1</sup>.

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

Se espera que la inflación se sitúe en el 1,9% en 2011 y en el 1,8% en 2012. En relación con la encuesta anterior, los expertos han revisado al alza sus expectativas de inflación en 0,4 puntos porcentuales para 2011 y en 0,2 puntos porcentuales para 2012 (véase cuadro)<sup>2</sup>. En opinión de los encuestados, estas revisiones al alza obedecen prácticamente en su totalidad al aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas, cuyo impacto en la inflación se espera, no obstante, que sea solo de carácter temporal, ya que se prevé que los precios de las materias primas se estabilicen en el transcurso de 2011 y también que el ascenso temporal de los precios de los bienes

- 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 Eurosistema, 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				
	2011	Diciembre 2011	2012	Diciembre 2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE I 2011	1,9	1,8	1,8	1,8	2,0
EPE anterior (IV 2010)	1,5	-	1,6	-	1,9
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	1,3-2,3	-	0,7-2,3	-	-
Consensus Economics (enero 2011)	1,8	-	1,7	-	2,0
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2011)	1,7	-	1,7	-	2,0
Crecimiento del PIB real	2011	III 2011	2012	III 2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE I 2011	1,6	1,4	1,7	1,8	1,9
EPE anterior (IV 2010)	1,5	-	1,7	-	1,8
Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema	0,7-2,1	-	0,6-2,8	-	-
Consensus Economics (enero 2011)	1,5	1,3	1,6	-	1,7
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2011)	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9
Tasa de desempleo <sup>1)</sup>	2011	Noviembre 2011	2012	Noviembre 2012	A largo plazo <sup>2)</sup>
EPE I 2011	9,9	9,9	9,6	9,5	8,3
EPE anterior (IV 2010)	10,0	-	9,6	-	8,3
Consensus Economics (enero 2011)	9,9	-	9,6	-	-
Barómetro de la Zona del Euro (enero 2011)	9,9	-	9,6	-	8,6

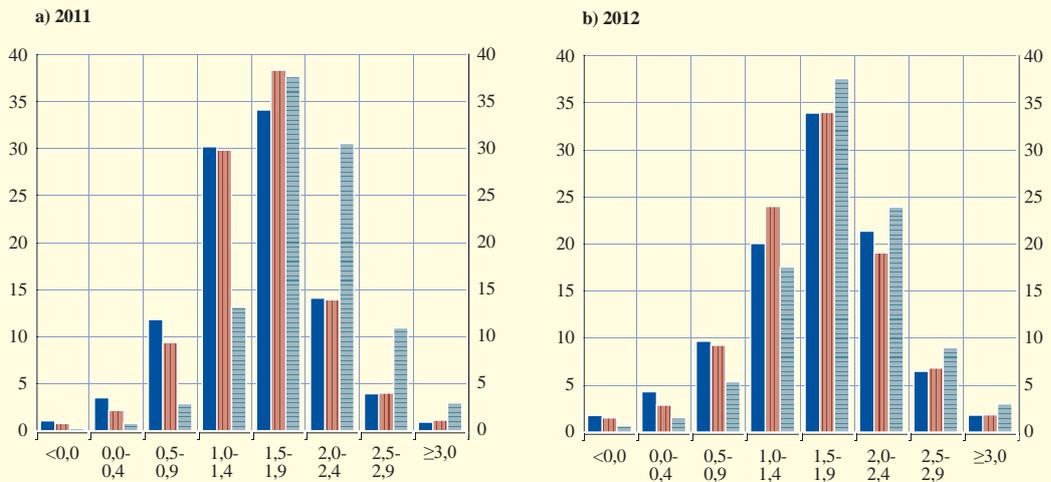
1) En porcentaje de la población activa.

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

**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)

■ EPE III 2010  
■ EPE IV 2010  
■ EPE I 2011



Fuente: BCE.

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

intermedios se traslade solo parcialmente a los hogares, debido a la actual debilidad de la demanda de consumo.

Estas expectativas se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema en diciembre de 2010. En comparación con las previsiones de enero de 2011 de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro, las expectativas de inflación de la EPE son ligeramente más elevadas para ambos años.

El cuestionario de la EPE solicita también que se evalúe la probabilidad de que la inflación se sitúe dentro de intervalos específicos. En comparación con la encuesta anterior, la distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado hacia cifras más altas. Los encuestados todavía asignan la probabilidad más elevada (38%) al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, y una probabilidad del 31% al intervalo situado entre el 2% y el 2,4%. La distribución de probabilidad para 2012 también ha pasado a niveles más altos en comparación con la encuesta anterior (véase gráfico A). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que los riesgos para estas previsiones están, en general, equilibrados para 2011 y 2012. En su opinión los principales riesgos alcistas para las perspectivas de inflación son los siguientes: i) inestabilidad de los mercados de materias primas, que podría generar una subida de los precios de las mismas y, posteriormente, una espiral de precios y salarios; ii) aumento de los impuestos y gravámenes y de los precios administrados, como consecuencia de los planes de consolidación fiscal; y iii) exceso de liquidez en los mercados financieros internacionales. Como principales riesgos bajistas para las perspectivas de inflación indican los siguientes: i) reducidas presiones salariales debido a la persistencia de elevadas tasas de desempleo; ii) actividad relativamente moderada y amplia capacidad productiva sin utilizar; y iii) un euro más fuerte, que provocaría una reducción de 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 al alza, hasta el 2% en promedio (1,95% con dos decimales), frente al 1,9% (1,90% con dos decimales) de la encuesta anterior. La mediana de las estimaciones, que se ve menos afectada por los valores extremos que la estimación media, también ha aumentado desde el 1,9% hasta el 2%. La distribución de las estimaciones se concentra en el intervalo comprendido entre el 1,8% y el 2%, situándose la estimación más frecuente en el 2%. La previsión media está en consonancia con las expectativas de inflación a largo plazo de octubre de 2010 de Consensus Economics y con las de enero de 2011 del Barómetro de la Zona del Euro, ambas para 2015. Por último, la probabilidad asignada a que la inflación a largo plazo se sitúe en el 2% o en un nivel superior se incrementó hasta el 48%, frente al 45% de la EPE anterior.

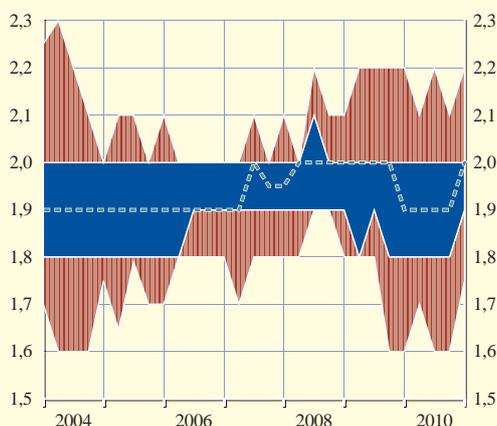
El desacuerdo que muestran los encuestados en sus expectativas de inflación a largo plazo, medidas por la desviación típica de sus previsiones, ha disminuido ligeramente, pero se mantiene en un nivel relativamente elevado. El diferencial entre los percentiles 25 (1,9%) y 75 (2%) se ha estrechado por primera vez desde el tercer trimestre de 2009, mientras que el observado entre los percentiles 10 y 90 sigue siendo más amplio que el diferencial relativamente reducido observado entre 2005 y 2008 (véase gráfico B). La incertidumbre agregada con respecto a estas expectativas de inflación, medida por la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada, ha descendido en relación con el máximo registrado en la encuesta anterior<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Para más información sobre los indicadores de incertidumbre, véase el recuadro titulado «Cómo medir las percepciones de la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

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

(tasas de variación anual)

- Intervalo entre los percentiles 25 y 75
- Intervalo entre los percentiles 10 y 90
- Mediana de las previsiones



Fuente: BCE.

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

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

- EPE (para 2015)
- ▲ Consensus Economics (para 2015)
- Barómetro de la Zona del Euro (para 2015)
- Tasa de inflación implícita a cinco años, dentro de cinco años; datos desestacionalizados



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

Las expectativas de los expertos en previsión económica recogidas en esta encuesta son comparables con los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros. Estos últimos cayeron significativamente a lo largo de 2010, pero volvieron a repuntar en diciembre, aunque se han mantenido en niveles acordes con la estabilidad de precios. De hecho, 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 las fluctuaciones en la liquidez existente en los mercados de renta fija, especialmente desde mediados de 2008 (véase gráfico C)<sup>4</sup>. Por lo tanto, se evitará interpretar automáticamente que la volatilidad de estos indicadores sea reflejo de las revisiones de las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado<sup>5</sup>.

### Expectativas de crecimiento del PIB real

Los encuestados esperan ahora que el PIB real de la zona del euro crezca un 1,6% en 2011, lo que supone una revisión al alza (de 0,1 punto porcentual) de su previsión de crecimiento para dicho año recogida en la encuesta precedente. Las expectativas de crecimiento para 2012 se mantienen sin variación en el 1,7% (véase cuadro).

Las expectativas de crecimiento para 2011 y 2012 se sitúan dentro de los intervalos de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2010 y están ligeramente por encima de las últimas previsiones de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro para 2011 y 2012.

La distribución de probabilidad agregada para 2011 se ha desplazado considerablemente hacia mayores crecimientos, ya que los encuestados asignan ahora una probabilidad del 39% al intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9%, y una probabilidad inferior (27%) al intervalo comprendido entre el 1% y el 1,4%. Por lo que se refiere a 2012, la distribución de probabilidad agregada también se ha movido en el mismo sentido en comparación con la encuesta anterior, aunque en menor medida, y se concentra igualmente en el intervalo comprendido entre el 1,5% y el 1,9% (véase gráfico D).

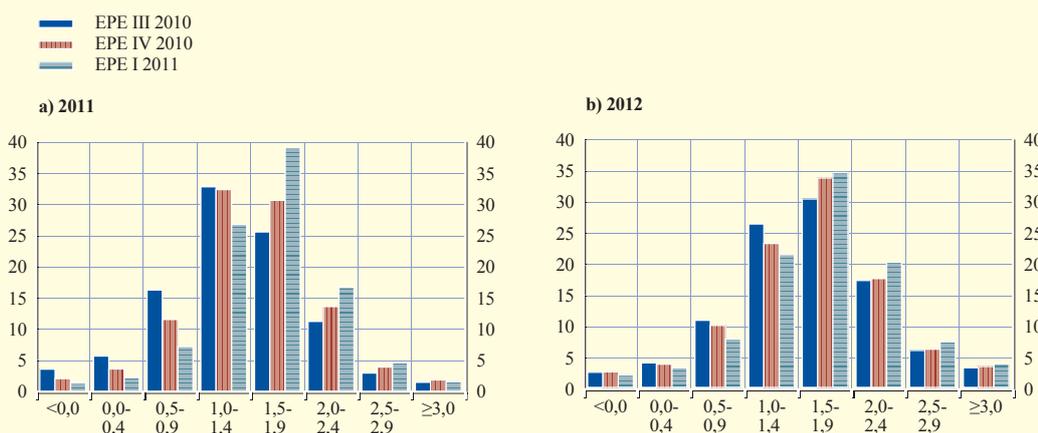
El nivel de incertidumbre respecto a las previsiones de crecimiento del PIB real a un año y a dos años vista no ha variado en relación con la encuesta anterior. Los encuestados consideran que hay riesgos de menores tasas para la previsión media de crecimiento del PIB real tanto para 2011 como para 2012. En su opinión, los principales riesgos para las perspectivas de crecimiento son: i) efectos adversos más intensos derivados de la actual consolidación fiscal y de las posibles medidas adicionales; y ii) el continuo desapalancamiento y consolidación del sector financiero. Con respecto a las probabilidades de mayor crecimiento, varios encuestados hacen referencia a un nuevo fortalecimiento de la demanda interna, tanto de la inversión empresarial como del consumo privado, particularmente en Alemania. Por último, los encuestados tienen opiniones distintas sobre los riesgos para el crecimiento de la economía mundial.

4 Véanse también el artículo titulado «Indicadores de expectativas de inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2006, y el artículo titulado «Las expectativas de inflación en la zona del euro: análisis de la evolución reciente», en el presente *Boletín Mensual*.

5 Para un análisis más detallado del impacto de la crisis en los mercados financieros 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», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008. La evolución reciente de los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros 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.

Las expectativas de crecimiento a largo plazo (para 2015) se han modificado ligeramente al alza, situándose en el 1,9%, en línea con las previsiones del Barómetro de la Zona del Euro (de enero de 2011) y 0,2 puntos porcentuales por encima de las de Consensus Economics (de octubre de 2010). Las distribuciones de probabilidad individuales muestran que los encuestados consideran que existen riesgos para el crecimiento a largo plazo.

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

Las expectativas respecto a la tasa de desempleo para 2011 se han revisado ligeramente a la baja, en 0,1 punto porcentual, y se sitúan en el 9,9%. Las expectativas para 2012 se han mantenido sin variación en el 9,6%. Los encuestados consideran que existen riesgos al alza en las expectativas para 2011 y 2012. Las expectativas a más largo plazo respecto a la tasa de desempleo (para 2015) permanecen sin cambio en el 8,3%, y se considera de nuevo que hay riesgos al alza para estas perspectivas a largo plazo.

### Otras variables y supuestos condicionantes

Según otros datos facilitados por los encuestados, estos esperan en general que: i) los precios del petróleo suban desde 91 dólares por barril, aproximadamente, en el primer trimestre de 2011 hasta cerca de 93 dólares por barril en el cuarto trimestre; ii) la tasa media de crecimiento interanual de los salarios se sitúe en el 1,7% en 2011 y aumente progresivamente hasta el 2,3% en 2015; iii) el euro se mantenga, en promedio, en 1,32 dólares entre el primer y el tercer trimestre de 2011 y se aprecie ligeramente, hasta 1,33 dólares, en el cuarto trimestre; iv) el tipo de interés oficial del BCE permanezca estable en torno al 1% hasta el segundo trimestre de 2011 y después se eleve hasta situarse en promedio en el 1,7% en 2012.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La actividad económica ha venido registrando una expansión desde mediados de 2009. Tras el aumento del 0,3%, en tasa intertrimestral, del PIB real de la zona del euro en el tercer trimestre de 2010, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas de opinión confirman el positivo dinamismo subyacente de la actividad económica en la zona del euro.

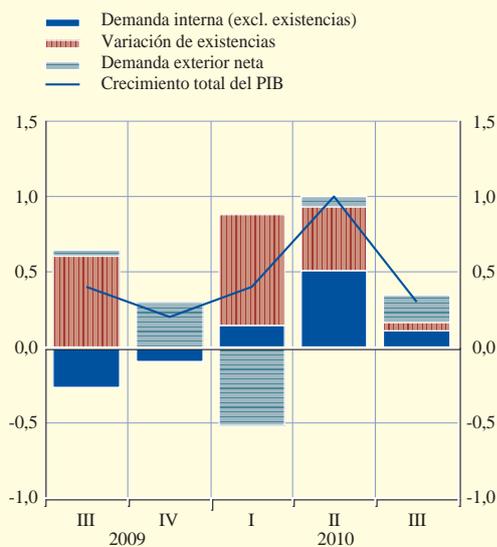
De cara al futuro, se espera que el PIB real de la zona del euro se vea respaldado por la recuperación sostenida a escala mundial. Si se tiene en cuenta el nivel relativamente elevado de la confianza empresarial, la demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sustentada en la orientación acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores modere el ritmo de la recuperación. Como la incertidumbre continúa siendo elevada, los riesgos para las perspectivas económicas siguen tendiendo ligeramente a la baja.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

No se dispone de nuevos datos sobre el crecimiento del PIB desde que se publicó el anterior Boletín Mensual. Según la segunda estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,3% en el tercer trimestre de 2010, frente al 1% del trimestre precedente (véase gráfico 27). Los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento sostenido en el cuarto trimestre de 2010 y a comienzos de 2011.

**Gráfico 27 Crecimiento del PIB real y contribuciones**

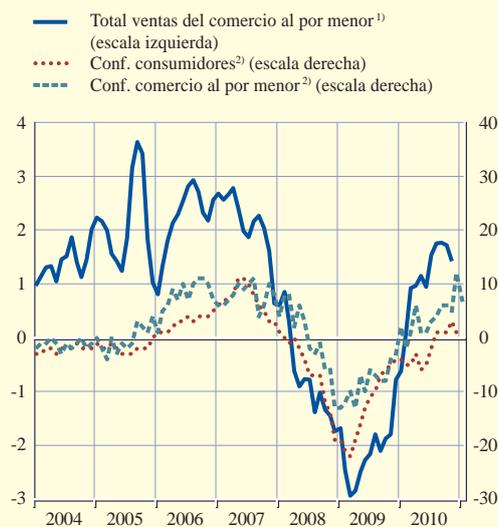
(tasa de crecimiento intertrimestral y contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

**Gráfico 28 Ventas del comercio al por menor y confianza del comercio al por menor y de los hogares**

(datos mensuales)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea y Eurostat.  
Notas: Los datos se refieren al Euro-17. 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.

Entre los indicadores disponibles para períodos posteriores al tercer trimestre, las ventas del comercio al por menor, en términos intermensuales, se redujeron en noviembre, tras el crecimiento nulo que se observó en octubre. Si se toman conjuntamente con los datos de las encuestas relativas al sector minorista para diciembre, la tasa de crecimiento intertrimestral de las ventas del comercio al por menor en el cuarto trimestre podría ser muy reducida (véase gráfico 28). Según la encuesta de opinión de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores mejoró en el cuarto trimestre de 2010, en comparación con el trimestre anterior, y se situó en un nivel superior a su media a largo plazo. No obstante, en ese mismo trimestre las compras de bienes de consumo duradero se mantuvieron sin cambios en un nivel relativamente bajo. El crecimiento del consumo ha sido algo menor en la fase de recuperación actual que en recuperaciones anteriores (véase recuadro 7).

Recuadro 7

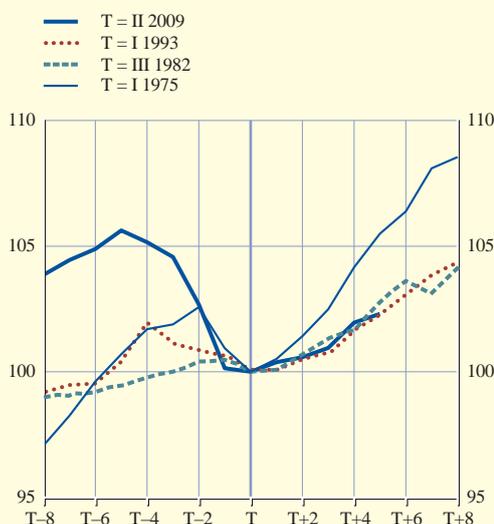
LA ACTUAL RECUPERACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EN LOS COMPONENTES DEL GASTO DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

La actividad económica en la zona del euro ha seguido una senda de recuperación moderada desde el mínimo registrado en el segundo trimestre de 2009, compensándose menos de la mitad de las pérdidas de producción incurridas durante la recesión precedente. En este recuadro se presta una estrecha atención a la evolución de los componentes del gasto durante la recuperación actual y se compara con la de recuperaciones anteriores.

La última recesión fue más acusada y profunda que las recesiones precedentes. En el gráfico A se presenta una comparación de la evolución del PIB en torno al mínimo cíclico alcanzado en el segundo trimestre de 2009 con la observada en las tres recesiones anteriores registradas desde 1970, donde T representa los mínimos respectivos. El gráfico muestra que, si bien la magnitud de la caída del PIB durante la última recesión duplicó la de la segunda recesión más acusada desde 1970 (es decir, la de 1975, posterior a la primera crisis del petróleo), el repunte del PIB cinco trimestres después del mínimo cíclico estuvo entre los más débiles de las cuatro recuperaciones. Sin embargo, el moderado crecimiento observado hasta la fecha es acorde con las experiencias de otras economías después de graves crisis financieras. En el período que sigue a una crisis financiera, la demanda tiende a recuperarse lentamente, debido a la necesidad de efectuar importantes desapalancamientos y ajustes en los balances, mientras que graves perturbaciones en el sector bancario conllevan también restricciones de crédito más prolongadas, que luego obstaculizan la recuperación de la inversión<sup>1</sup>.

Gráfico A PIB de la zona del euro en las recuperaciones

(índice T = 100; T representa el mínimo del PIB)



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

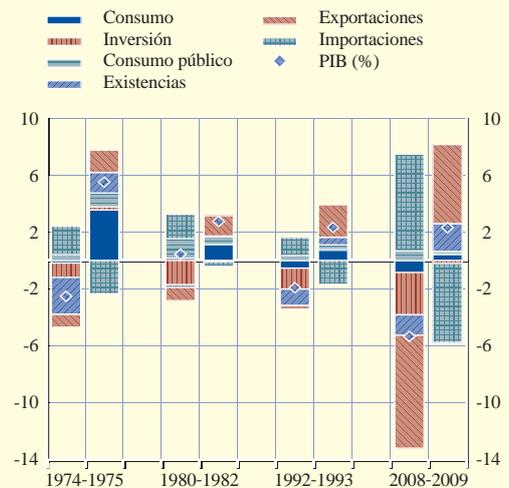
<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «La última recesión en la zona del euro en un contexto histórico», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2009, y «What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises», capítulo 4, *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2009.

Una instantánea del crecimiento acumulado del PIB, desagregado por componentes del gasto, cinco trimestres después de los respectivos mínimos de las cuatro recuperaciones (véase gráfico B, barras del lado derecho) pone de manifiesto el hecho de que apenas hay similitud entre la recuperación actual y las anteriores en términos de la desagregación del crecimiento del PIB. Concretamente, la contribución más importante al crecimiento acumulado en la coyuntura actual proviene de la variación de existencias<sup>2</sup>. Aunque, desde una perspectiva histórica, no es inusual que la contribución de las existencias durante una recuperación sea positiva, sí lo es la magnitud y, sobre todo, el momento en que se está produciendo la contribución de las existencias en la recuperación actual. Respecto a este último aspecto, en la recuperación actual las contribuciones positivas de las existencias tuvieron lugar inmediatamente después del mínimo cíclico y su magnitud fue considerable; sin embargo, en las recuperaciones anteriores, no empezaron a observarse hasta más de un año después del mínimo. Estas prontas contribuciones positivas, resultado de la desaceleración del ritmo de desacumulación de existencias<sup>3</sup>, sugieren que este ritmo registró su máximo nivel durante el mínimo cíclico. Posiblemente, las empresas consideraron que este nivel era excesivo y lo redujeron posteriormente. El elevado ritmo de desacumulación de existencias durante la recesión estuvo determinado en gran medida por el acusado endurecimiento de las condiciones de financiación, que obligó a las empresas a reducir existencias para mantener el flujo de caja, así como por el efecto moderador de la aparente caída de la demanda. Efectivamente, el nivel de desacumulación durante el último mínimo cíclico fue significativamente más elevado que los observados anteriormente. La información reciente indica una cierta reposición de existencias desde comienzos de 2010.

Otra característica distintiva de la actual recuperación con respecto a recuperaciones anteriores es la contribución relativamente reducida efectuada por el consumo privado. A pesar de que la contracción observada en la recesión más reciente ha sido mucho más profunda que en recesiones precedentes (véase gráfico B, barras del lado izquierdo), el consumo privado ha aumentado solo ligeramente desde el mínimo observado en el segundo trimestre de 2009, siendo su contribución al crecimiento acumulado la menor de las cuatro recuperaciones. Por lo tanto, aunque es el segundo factor más importante en influir en el crecimiento acumulado después de la variación de existencias, el consumo privado puede identificarse como factor fundamental en la determinación de la modesta recuperación actual del PIB en relación con las recuperaciones anteriores. Este hecho puede explicarse en gran medida por la evolución prácticamente plana de la renta real agregada, que está relacionada con la

**Gráfico B Instantánea del crecimiento acumulado del PIB y su desagregación desde el máximo al mínimo cíclicos (barras de la izquierda) y cinco trimestres después del mínimo (barras de la derecha)**

(contribuciones acumuladas en puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)



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

Notas: Las fechas de los respectivos máximos cíclicos del PIB son el tercer trimestre de 1974, el primer trimestre de 1980, el primer trimestre de 1992 y el primer trimestre de 2008. Las fechas de los respectivos mínimos cíclicos del PIB son el primer trimestre de 1975, el tercer trimestre de 1982, el primer trimestre de 1993 y el segundo trimestre de 2009.

2 Cabe observar que es necesario ser cautos al interpretar la variación de existencias, ya que es el componente del gasto menos fiable.

3 Hay que tener en cuenta que no es la propia variación trimestral de existencias la que afecta al crecimiento trimestral del PIB, sino su tasa de variación. Así pues, una contribución positiva de las existencias al crecimiento del PIB podría proceder bien de un cambio más lento en la desacumulación de existencias o bien de una intensificación de la acumulación de *stocks*.

gravedad de la recesión en su conjunto. Además, el gasto en consumo también se vio frenado por un aumento del ahorro por motivos de precaución, como consecuencia de la incertidumbre en torno a las perspectivas de la renta futura. Por el contrario, durante las recesiones y recuperaciones anteriores la ratio de ahorro cayó, como parte de un descenso a largo plazo en el que la ratio de ahorro de los hogares cayó alrededor de 15 puntos porcentuales desde mediados de los años setenta a comienzos de los años dos mil. No obstante, la evolución reciente tanto de la renta real agregada como de la tasa de ahorro sugiere que es de esperar que se produzca un nuevo crecimiento del consumo privado en el corto plazo.

El tercer factor que está contribuyendo al crecimiento en la coyuntura actual es el consumo público, que, por lo general, en recuperaciones anteriores también ha contribuido positivamente al crecimiento, aunque ha desempeñado un papel menos importante durante la recuperación actual que en las precedentes.

Una característica que comparten todas las recuperaciones es el papel habitualmente tan limitado desempeñado por la inversión total. Tras las recesiones, las empresas suelen contar con una cierta capacidad productiva sin utilizar, que probablemente emplean antes de acometer nuevas y significativas inversiones. Efectivamente, en la recesión actual se observó una considerable caída de la utilización de la capacidad productiva. Además, la elevada incertidumbre, la escasa confianza y las restrictivas condiciones de financiación han frenado aún más la inversión. El persistente endurecimiento de las condiciones de concesión de créditos y la contracción de la demanda también han hecho que la contribución de la inversión fuera bastante moderada durante la fase de recuperación. Asimismo, los prolongados descensos observados en la inversión en construcción, principalmente en aquellos países que habían registrado anteriormente un boom inmobiliario, también han contenido el crecimiento de la inversión en este ciclo económico. De cara al futuro, los últimos datos procedentes de encuestas y las cifras sobre las tasas de utilización de la capacidad productiva sugieren una continua reactivación de la inversión total en la zona del euro<sup>4</sup>.

En comparación con ciclos anteriores, las variables relacionadas con el comercio han mostrado una evolución más marcada en este ciclo, tanto en su ajuste a la baja durante la recesión como en su repunte durante la recuperación. La acusada contracción de la demanda exterior tras la intensificación de la crisis financiera internacional constituyó el principal factor que influyó en el colapso del comercio mundial y de la zona del euro. No obstante, tanto las importaciones como las exportaciones se recuperaron de manera pronunciada, sobre todo a raíz del vigoroso repunte del sector manufacturero y de los distintos planes de apoyo público que se introdujeron en muchas economías, como los planes de sustitución de automóviles. Sin embargo, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB ha sido prácticamente nula en esta recuperación, lo que está básicamente en línea con experiencias anteriores, cuando, en general, la contribución de esta variable fue positiva, aunque bastante modesta.

En resumen, en comparación con recuperaciones anteriores, la recuperación actual de la actividad observada a partir del mínimo cíclico de 2009 ha sido relativamente moderada. Ello es coherente con resultados anteriores, que han sugerido que las economías tienden a recuperarse gradualmente después de que se produzca una grave perturbación en el sistema financiero, como la registrada en los tres últimos años, debido principalmente al consumo privado y a la inversión en un contexto de restricción de los flujos crediticios. Sin embargo, una comparación de la composición del crecimiento también indica que esta recuperación es diferente de las anteriores en varios aspectos. Hasta la fecha,

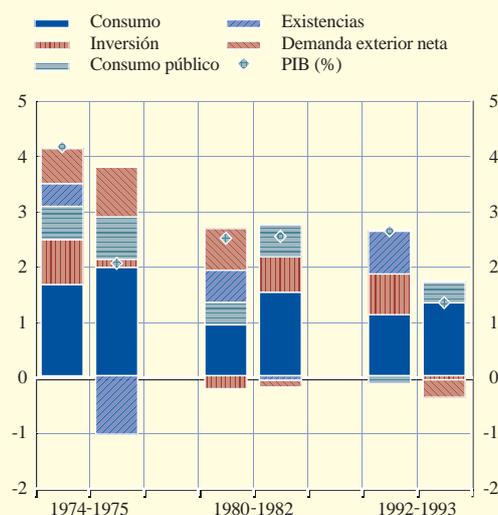
4 Véase el recuadro 8 titulado «Perspectivas de inversión en la zona del euro: valoración basada en los datos de encuestas y de utilización de la capacidad productiva», en el presente Boletín Mensual.

esta recuperación ha dependido mucho más de la dinámica de las existencias que las recuperaciones previas. El crecimiento de la demanda interna ha sido débil, siendo el crecimiento del consumo relativamente moderado, en comparación con anteriores recesiones en la zona del euro.

De cara al futuro, se espera que la actividad de la zona del euro siga recuperándose gradualmente. La experiencia sugiere que, a medida que las recuperaciones se fortalecen y se arraigan, suele haber una mayor dependencia de los factores internos que determinan el crecimiento (véase gráfico C, que presenta la evolución dos y tres años después de los mínimos cíclicos respectivos). En este sentido, según la evolución esperada es probable que la senda de recuperación de la zona del euro se acerque más a la seguida en episodios de recuperación anteriores. Así pues, si bien se espera que la recuperación de la economía mundial sostenga la demanda de exportaciones de la zona del euro, también se prevé que se incremente la demanda interna del sector privado y contribuya de forma creciente a la dinámica de crecimiento de la zona del euro.

**Gráfico C Desagregación del gasto del crecimiento anual del PIB en el segundo año (barras de la izquierda) y en el tercer año (barras de la derecha) después del mínimo cíclico**

(contribuciones anuales en puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)



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

Nota: Las fechas de los respectivos mínimos cíclicos del PIB son el primer trimestre de 1975, el tercer trimestre de 1982 y primer trimestre de 1993.

En lo que se refiere al primer trimestre de 2011, solo se dispone de información muy limitada sobre el consumo privado. En enero, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se mantuvo inalterado, ligeramente por encima de su media a largo plazo. El indicador de compras de bienes de consumo duradero correspondiente a la misma encuesta aumentó en enero, pero permaneció en niveles relativamente reducidos. Los indicadores de opinión de las ventas del comercio al por menor de enero ofrecen señales contradictorias, y mientras que el índice de directores de compras se incrementó hasta 55,8, nivel coherente con un crecimiento positivo de las ventas minoristas, el indicador de la Comisión Europea correspondiente a la misma variable se redujo.

La formación bruta de capital fijo disminuyó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras un fuerte incremento del 1% en el trimestre anterior, lo que se debió, en parte, a factores de índole temporal. El detalle de la inversión en el tercer trimestre 2010 muestra un descenso de la inversión en construcción y un avance de la inversión, excluida la construcción.

Los indicadores disponibles sugieren que la inversión en la zona del euro siguió siendo débil en el cuarto trimestre de 2010. En noviembre, la producción de la construcción disminuyó. En octubre y noviembre, se situó, en promedio, cerca de un 1% por debajo del nivel alcanzado en el tercer trimestre de 2010, cuando se redujo un 3,3%, en tasa intertrimestral. La producción de bienes de equipo, un indicador de la inversión futura, excluida la construcción, registró un nuevo aumento en noviembre. En octubre y noviembre, se situó, en promedio, alrededor de un 3% por encima del nivel observado en el tercer trimestre. La confianza industrial mejoró en el cuarto trimestre con respecto al tercero y siguió

mostrando señales positivas en enero, con un incremento adicional del índice de directores de compras relativo al producto y del indicador de confianza industrial de las encuestas de la Comisión Europea. Además, la utilización de la capacidad productiva volvió a registrar un alza en enero, con respecto a octubre, según las encuestas de la Comisión Europea, elevándose hasta un nivel ligeramente inferior a su media a largo plazo (véase recuadro 8). El número de encuestados que manifestó que la demanda insuficiente era un factor que limitaba la producción ha seguido disminuyendo considerablemente durante este período, mientras que las restricciones de demanda derivadas de la falta de equipo o de espacio han tenido una influencia mayor. Además, los participantes en la encuesta sobre préstamos bancarios informaron de que en el cuarto trimestre de 2010 se produjo una nueva desaceleración en el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito a empresas, con respecto al tercer trimestre (véase recuadro 3 de la sección 2.1). En resumen, se espera que la inversión mantenga su senda de recuperación, lo que está en línea con los resultados de la encuesta de inversión de la Comisión Europea de otoño de 2010.

#### Recuadro 8

#### PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO: VALORACIÓN BASADA EN DATOS DE ENCUESTAS Y DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA

Tras descender durante ocho trimestres consecutivos desde el segundo trimestre de 2008, y de caer un total de 11,3% en 2009, la formación bruta de capital fijo de la zona del euro se redujo de manera menos acusada en 2010. A pesar de la mejora general de la actividad económica en la zona del euro, los bajos niveles de utilización de la capacidad productiva, que seguían situándose por debajo de su media a largo plazo hasta el primer trimestre de 2011, contribuyeron a una desaceleración de la recuperación de la inversión al reducir los incentivos de las empresas a renovar su capital fijo. Sin embargo, al crecer gradualmente las tasas de utilización de la capacidad productiva y recuperarse rápidamente en algunos países, ramas de actividad, empresas y fábricas, es posible que dichos obstáculos estén desapareciendo<sup>1</sup>.

Además de las encuestas de opinión mensuales y trimestrales, la Comisión Europea lleva a cabo, en la primavera y el otoño de cada año, una detallada encuesta de inversión entre las empresas del sector manufacturero. En este recuadro se presenta una valoración de las perspectivas de inversión en 2011, basada en las últimas encuestas y resultados sobre la utilización de la capacidad productiva<sup>2</sup>.

En el pasado, los resultados de las encuestas de inversión han indicado de manera coherente y correcta la dirección de las variaciones en la formación bruta de capital fijo —señalando especialmente las importantes desaceleraciones observadas en la inversión, excluida la construcción, en 1993, 2002 y 2009— aunque no siempre proporcionaban estimaciones puntuales exactas sobre la inversión total para el año siguiente, según las cifras ofrecidas por la contabilidad nacional. No obstante, si se considera también el saldo de las expectativas relativas a los principales factores que influyen en la inversión

1 Véase el recuadro titulado «Recuperación de la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

2 La encuesta de inversión de la Comisión Europea se describe en el recuadro 5, *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2007 y en el recuadro 8, *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2008. Los últimos resultados relativos a la zona del euro se publicaron el 29 de noviembre de 2010. Esta encuesta fue la primera en utilizar la nueva clasificación de actividades económicas NACE Rev. 2 (los datos anteriores se refieren a la antigua clasificación NACE Rev. 1.1). Este cambio de clasificación podría haber introducido una ruptura estructural en los datos de la encuesta; sin embargo, cabe observar que, como las diferencias entre la antigua y la nueva clasificación son relativamente escasas a nivel agregado, el posible tamaño de la ruptura es reducido.

(sobre todo, la demanda) y el cuadro completo que ofrece la estructura de la inversión (especialmente, el porcentaje de ampliación de la inversión), las previsiones de las empresas logran predecir bastante bien la evolución de la inversión en la zona del euro.

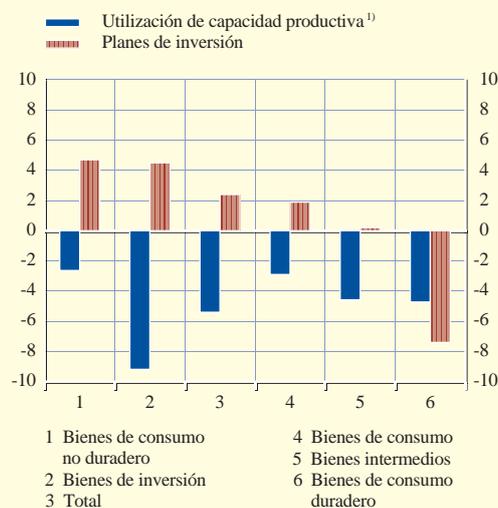
Según las empresas encuestadas, los planes de inversión para 2011 muestran un crecimiento interanual en la zona del euro, en términos reales, del 2,4%. Este crecimiento es consecuencia tanto de las continuas mejoras observadas en los países que ya registraban relativamente buenos resultados en 2010 como de los sólidos repuntes en la mayor parte de los demás países. En general, solo en algunos países las empresas pronostican una tasa negativa para los planes de inversión en 2011, lo que cabe atribuir, en particular, a la incertidumbre en torno a las condiciones de financiación y, en algunos casos, a la desaparición gradual de factores temporales que habían respaldado la formación bruta de capital fijo en 2010. Como consecuencia de esta evolución, la heterogeneidad observada entre los países en cuanto a las expectativas de inversión, medidas por la variación de los planes, se ha mantenido en los niveles relativamente elevados registrados en la encuesta de otoño de 2009

Se dispone de datos sectoriales en términos nominales: el resultado total previsto para la zona del euro en 2011, cifrado en el 3,9%, es consecuencia de las positivas expectativas de los productores de bienes de inversión (4,5%), mientras que los productores de bienes de consumo prevén un aumento del 1,9%, y se espera que la formación de capital se mantenga prácticamente estable en el caso de los productores de bienes intermedios (0,2%). Los favorables resultados del sector del consumo enmascaran un debilitamiento de los planes de inversión de los productores de bienes de consumo duradero (7,4%), que el sólido incremento observado en los bienes de consumo no duradero (4,7%) compensa con creces. En general, estas previsiones prácticamente son reflejo de los últimos datos sobre la utilización de la capacidad productiva, disponibles a nivel sectorial únicamente hasta el primer semestre del año pasado (véase gráfico A)<sup>3</sup>. En el segundo trimestre de 2010, la tasa de utilización de la capacidad productiva se encontraba todavía considerablemente por debajo de su media a largo plazo tanto en los bienes de inversión como en los bienes de equipo. Sin embargo, las tasas a las que se recuperaron ambas ramas de actividad (sobre todo, la de bienes de inversión) fueron las más rápidas. El supuesto de que dicha dinámica continuó en la segunda mitad de 2010 ayuda a conciliar los datos presentados en el gráfico A.

Entre los factores que influyen en las decisiones de inversión, el saldo positivo más elevado (31%) lo registraron los factores técnicos, que, en el pasado, también se han considerado un determinante

**Gráfico A Utilización de la capacidad productiva y crecimiento de los planes de inversión para 2011 por principales ramas de actividad**

(porcentajes; tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta de inversión y encuesta de opinión de las manufacturas de la Comisión Europea.

Notas: Datos sobre utilización de la capacidad productiva hasta el segundo trimestre de 2010. Los sectores están ordenados según el crecimiento esperado de la inversión en términos nominales.

1) Diferencia con respecto a la media a largo plazo.

<sup>3</sup> Según la Comisión Europea, continúa la migración a la NACE Rev. 2. Se espera que a finales de febrero de 2011 se hagan públicos datos provisionales por sectores, mientras que se dispondrá de las series totalmente validadas en el otoño de 2011.

fundamental de la inversión (véase gráfico B). Sin embargo, los factores de demanda muestran el repunte más intenso, pasando el saldo del 3% en las opiniones sobre 2010 manifestadas en la encuesta de otoño de 2009, hasta el 27% en las opiniones sobre 2011 manifestadas en la encuesta de otoño de 2010. La disponibilidad de recursos financieros también registra una importante mejora, que alcanza el 17% con respecto al saldo negativo del año anterior. El incremento de la demanda esperada como factor impulsor de la inversión es especialmente acusado entre los productores de bienes de inversión, con un alza de 41 puntos porcentuales, más del doble del aumento indicado por los productores de bienes intermedios (16 puntos porcentuales), mientras que las expectativas de los productores de bienes de consumo muestran escasas mejoras, pese al fuerte incremento registrado en el sector de bienes de consumo duradero. Los productores de bienes de inversión y de bienes intermedios consideran que las condiciones financieras y los beneficios esperados se están recuperando de manera especialmente pronunciada (véase gráfico C).

En lo que se refiere a la estructura de las inversiones planificadas para 2011, en términos de porcentajes que suman el 100%, el componente más importante se espera que se dedique a reposiciones (30%, un porcentaje inferior al señalado en la encuesta de otoño de 2009), el 28% del nuevo capital fijo irá destinado a la ampliación de la capacidad productiva, lo que constituye un fuerte incremento con respecto al año anterior, el 24% corresponde a la racionalización de la producción, y el restante 18% de la inversión planeada se debe a otras razones (véase gráfico D).

**Gráfico B Factores que influyen en la inversión**

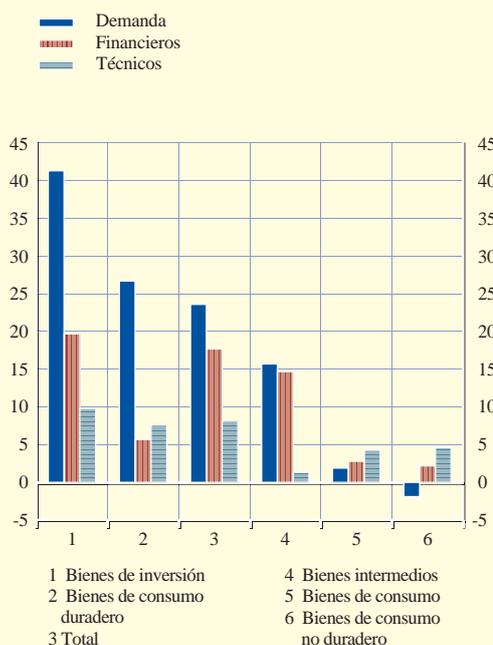
(porcentajes; tasas de variación interanual)



Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.  
Nota: Las preguntas de la encuesta sobre los factores son de carácter cualitativo, los datos se expresan en saldos netos; los planes de inversión se expresan en términos reales.

**Gráfico C Cambios en las opiniones sobre los factores que afectan a los planes de inversión**

(porcentajes; 2011 frente a 2010)

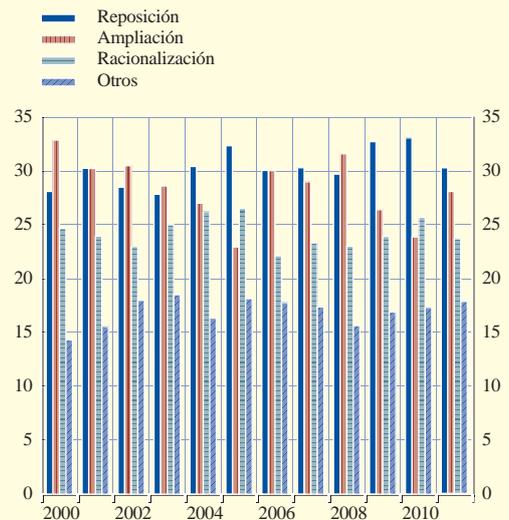


Fuente: Encuesta de inversión de la Comisión Europea.  
Nota: Los sectores están ordenados según las variaciones de la demanda.

En general, el notable y positivo crecimiento de los planes de inversión, el sólido incremento de la demanda como factor de acumulación de capital, el crecimiento del porcentaje destinado a ampliar la inversión con respecto a la encuesta anterior y la constante recuperación de la utilización de la capacidad productiva sugieren la continúa reactivación de la inversión total en la zona del euro en 2011. Lo anterior sería acorde con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que indican un intervalo en las tasas de variación para la formación bruta de capital fijo comprendido entre el 0,5% y el 3,1% en 2011, y con la previsión de otoño de la Comisión Europea, que pronostica una subida del 2,2%<sup>4</sup>.

Gráfico D Estructura de la inversión

(porcentaje)



4 Para más detalles sobre las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, véase *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

Fuentes: Encuesta de inversión de la Comisión Europea y cálculos del BCE.  
Nota: La suma de los porcentajes es igual a 100.

En lo que se refiere a la evolución del comercio, tanto las exportaciones como las importaciones, ambas en términos reales, siguieron creciendo en octubre de 2010, aunque a un ritmo más lento. Sin embargo, los últimos datos de Eurostat, disponibles hasta noviembre, sugieren que el comercio total de la zona del euro, en términos nominales, continuó aumentando en el cuarto trimestre de 2010 a un ritmo ligeramente más rápido, en promedio, que en el tercer trimestre. Como la actividad económica a escala mundial sigue recuperándose y como se prevé que la demanda exterior registre un repunte, es probable que las exportaciones de la zona del euro sigan una tendencia similar. El índice de directores de compras relativo a la cartera de pedidos exteriores del sector manufacturero se ha recuperado en los últimos meses, y se sitúa en 57,5 en enero de 2011, señalando un nuevo crecimiento a corto plazo de las exportaciones de la zona del euro a países no pertenecientes a ella.

Las existencias realizaron una pequeña contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre de 2010, tras haber contribuido significativamente en el primer y segundo trimestres del año. El nivel de existencias actual sugiere que se ha producido una cierta reposición de existencias desde el comienzo de 2010, después de la desacumulación a gran escala que se observó durante la recesión. De cara al futuro, tanto las encuestas como la evidencia anecdótica indican que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB de la zona del euro podría ser ligeramente negativa en el cuarto trimestre. No obstante, existe cierta incertidumbre estadística en la manera en la que se estima esta variable.

## 4.2 PRODUCTO, OFERTA Y MERCADO DE TRABAJO

Como se informó en el anterior Boletín Mensual, el valor añadido real aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2010, tras una subida del 0,8% en el trimestre precedente. Mientras

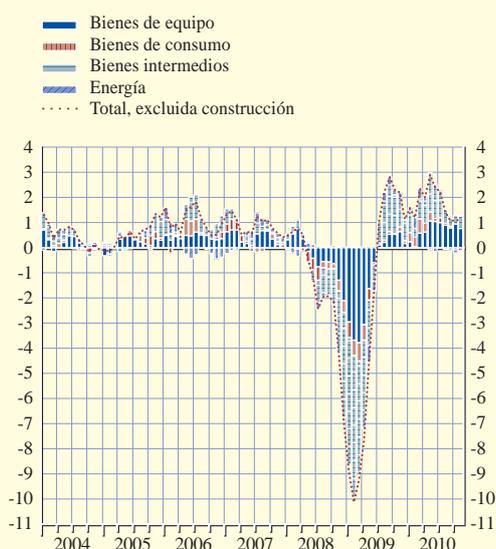
que la actividad industrial (excluida la construcción) y los servicios crecieron un 0,4%, el valor añadido de la construcción se redujo.

Con respecto a la evolución posterior al tercer trimestre de 2010, en octubre y noviembre la producción industrial (excluida la construcción) aumentó en promedio hasta un 1,5%, aproximadamente, por encima del nivel observado en el tercer trimestre (véase gráfico 29). En esos dos meses, los nuevos pedidos industriales (excluido el material de transporte pesado) también se incrementaron, en promedio, hasta algo más del 1% por encima del nivel observado en el tercer trimestre.

La información procedente de las encuestas apunta a que la expansión de la actividad económica continuó más allá del tercer trimestre de 2010. El índice de directores de compras relativo a la producción del sector manufacturero experimentó un avance en el cuarto trimestre con respecto al tercero, y mejoró de nuevo en enero. Se situó en un nivel de 59,4, lo que indica que el crecimiento de la actividad en este sector siguió siendo sólido (véase gráfico 30). En lo que respecta a la rama de servicios, el índice de directores de compras relativo a la actividad comercial se redujo en el cuarto trimestre, pero se incrementó en enero de 2011. La estimación de avance del índice de directores de compras se situó en un nivel de 55,2 en enero, confirmando que la actividad ha seguido recuperándose en ese sector. Otras encuestas de opinión, como las de la Comisión Europea, corroboran la estimación de la encuesta a los directores de compras y sugieren que la economía siguió creciendo en el cuarto trimestre de 2010.

**Gráfico 29 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

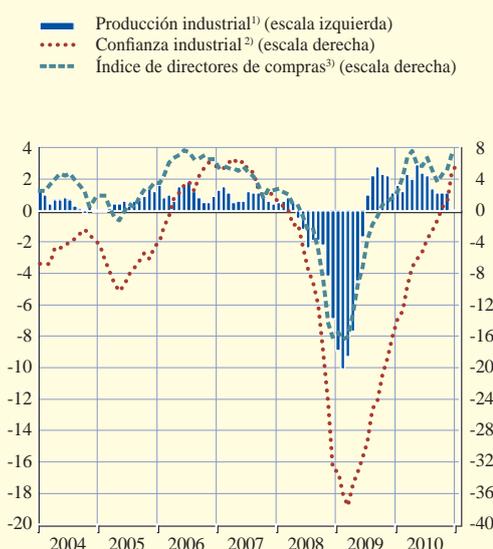
(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
 Notas: Los datos se refieren al Euro-17. Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

**Gráfico 30 Producción industrial, confianza industrial e índice de directores de compras**

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.  
 Notas: Los datos se refieren al Euro-17. 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.

### Cuadro 7 Crecimiento del empleo

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

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

1) Incluye también educación, salud y otros servicios.

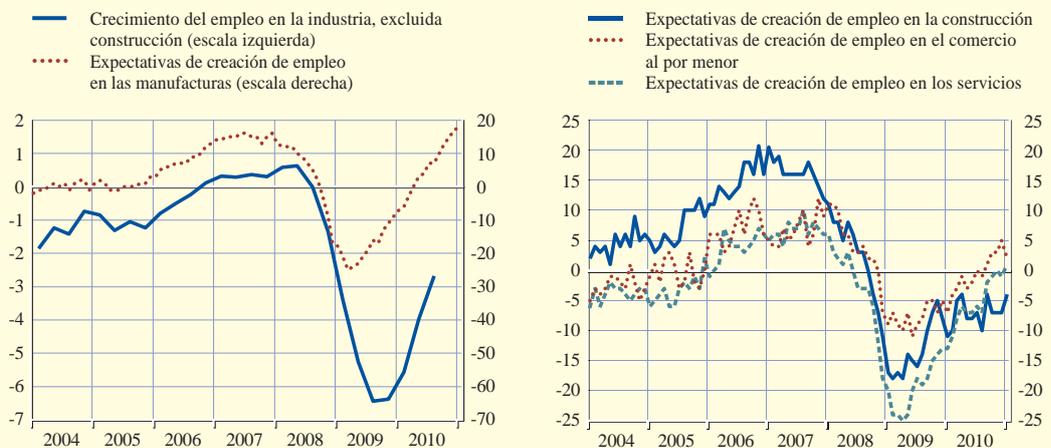
### MERCADO DE TRABAJO

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro ha seguido estabilizándose en los últimos meses. No se disponen de nuevos datos de empleo desde el Boletín Mensual anterior. El número de personas ocupadas en la zona del euro fue prácticamente estable, en términos trimestrales, en cada uno de los tres primeros trimestres de 2010. Ello supone una mejora respecto al acusado descenso del empleo, en términos intertrimestrales, observado en 2009. Las horas trabajadas, que se redujeron mucho más que las cifras de empleo durante la recesión, aumentaron con moderación en los tres trimestres.

A nivel sectorial, el empleo creció en los servicios, pero disminuyó en la industria (excluida la construcción) y en la agricultura (véanse cuadro 7 y gráfico 31). No obstante, las horas trabajadas se recuperaron

### Gráfico 31 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

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

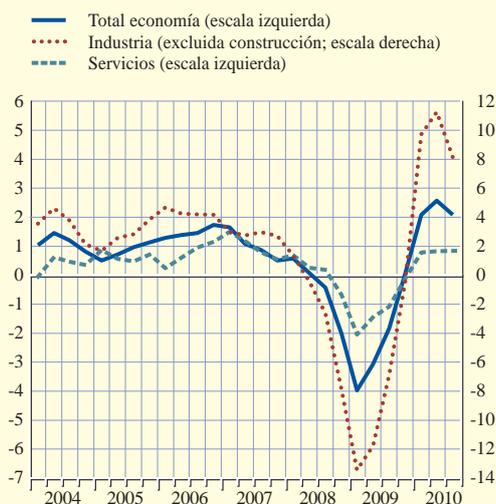


Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Notas: Los datos se refieren al Euro-17. 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.

**Gráfico 32 Productividad del trabajo**

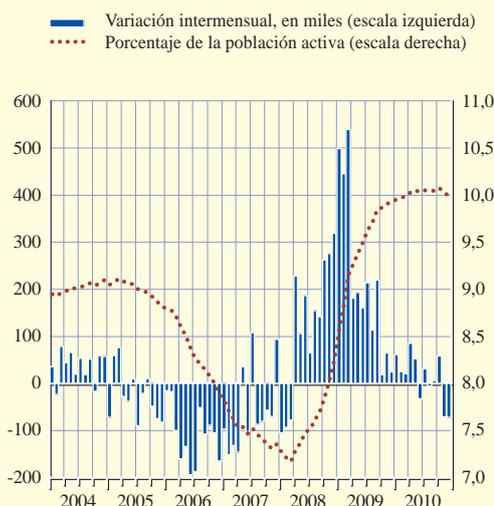
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
 Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

**Gráfico 33 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.  
 Nota: Los datos se refieren al Euro-17.

también en la industria (excluida la construcción). Gran parte del descenso observado en 2009 en las horas totales trabajadas se produjo a través de reducciones en las cuentas de horas individuales más que en el empleo. Como resultado, hasta el momento la recuperación ha tenido un efecto más positivo en lo que se refiere a las 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 al positivo crecimiento de la productividad. En términos interanuales, la productividad agregada de la zona del euro creció un 2,1% en el tercer trimestre de 2010, frente al 2,6% del trimestre anterior (véase gráfico 32). La productividad por hora trabajada creció un 1,3% en el tercer trimestre, frente al 1,8% del trimestre anterior. Por lo que respecta a la evolución sectorial, la productividad aumentó de forma pronunciada en la industria (excluida la construcción), y mejoró de manera más gradual en la rama de servicios.

La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 10% en diciembre, sin cambios con respecto al mes anterior, tras una ligera revisión a la baja. La tasa de paro fue del 10% en el conjunto del cuarto trimestre, la misma que en el tercero (véase gráfico 33). De cara al futuro, los indicadores de opinión mejoraron en el cuarto trimestre de 2010, aumentando nuevamente en enero la mayoría de los indicadores, lo que sugiere una estabilización adicional del desempleo en la zona del euro en los próximos meses. Lo anterior está en línea con una revisión a la baja de las cifras de paro esperadas para 2011 en la encuesta a expertos en previsión económica (véase recuadro 6 en la sección 3).

### 4.3 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

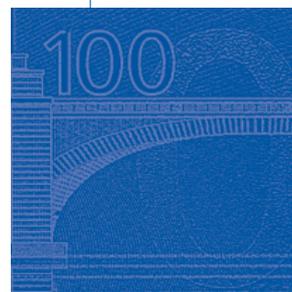
De cara al futuro, los últimos datos estadísticos y las encuestas recientes confirman, en general, el positivo dinamismo subyacente de la economía de la zona del euro. La recuperación en marcha a escala

mundial y su efecto sobre la demanda de exportaciones de la zona del euro están sosteniendo la actividad. La demanda interna del sector privado debería contribuir cada vez más al crecimiento, sobre todo dados los niveles relativamente elevados de la confianza empresarial, sustentada en la orientación acomodaticia de la política monetaria y en las medidas adoptadas para mejorar el funcionamiento del sistema financiero. Al mismo tiempo, se prevé que el proceso de ajuste de los balances que se está llevando a cabo en varios sectores tenga un efecto moderador sobre el crecimiento económico.

Como la incertidumbre continúa siendo elevada, se sigue considerando que los riesgos para las perspectivas económicas tienden ligeramente a la baja. Por una parte, el comercio mundial podría recuperarse con mucha más intensidad de la esperada, lo que respaldaría a las exportaciones de la zona del euro. Además, la mejora de la confianza empresarial podría apoyar en mayor medida de lo previsto actualmente a la actividad económica interna de la zona del euro. Por otra parte, siguen preocupando el recrudecimiento de las tensiones observado en algunos segmentos de los mercados financieros y su posible contagio a la economía real de la zona del euro. Además, los nuevos incrementos de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como las presiones proteccionistas y la posibilidad de que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales, podría suponer riesgos a la baja.

## ARTÍCULOS

# LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO: ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE



*El BCE utiliza las expectativas de inflación para conocer la valoración del sector privado de las perspectivas futuras de inflación y evaluar las percepciones acerca de la credibilidad de la política monetaria, como parte de un conjunto de indicadores. Son importantes para obtener una indicación de la confianza de la opinión pública en la capacidad del banco central para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. Las expectativas de inflación no son directamente observables, pero indirectamente se pueden calcular medidas aproximadas basadas en los mercados financieros y en encuestas a expertos en previsión económica. El análisis de los principales factores que influyen en las diversas medidas disponibles en la zona del euro muestra que las perturbaciones de carácter transitorio en los componentes volátiles de la inflación, como los relacionados con los precios de las materias primas, tienden a afectar a las expectativas a corto plazo, mientras que, en general, las medidas a largo plazo de las expectativas de inflación no han sido sensibles a la propagación de perturbaciones transitorias. El hecho de que las expectativas a largo plazo hayan permanecido bien ancladas en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE pone en evidencia la credibilidad ganada por la institución como banco central que tiene la estabilidad de precios como objetivo claro. La estabilidad de las expectativas de inflación ha sido especialmente reseñable durante los tres últimos años, que han sido difíciles para la política monetaria por las graves perturbaciones que han afectado a la zona del euro y a la economía mundial. El hecho de que las expectativas estén firmemente ancladas ha contribuido a mejorar la eficacia de la política monetaria y favorecerá la recuperación económica en curso.*

### I INTRODUCCIÓN

Las expectativas constituyen un aspecto clave de la teoría macroeconómica contemporánea y desempeñan un papel fundamental en las prácticas de la banca central moderna<sup>1</sup>. La política monetaria supone prever la evolución económica futura, realizar un seguimiento de las expectativas de inflación del sector privado durante el ciclo y configurarlas, y proporcionar un ancla nominal a largo plazo para la economía. A tal fin, los bancos centrales deben formarse constantemente una opinión de las perspectivas económicas a medio plazo, tomando en consideración el hecho de que el impacto de sus decisiones sobre las expectativas es significativo y duradero. El mantenimiento de la estabilidad de precios en muchos países en las dos últimas décadas se debe, en cierta medida, al reconocimiento del papel esencial de las expectativas en el comportamiento macroeconómico y en la instrumentación de la política monetaria.

Mientras que la estabilidad de precios es la mejor aportación que la política monetaria puede realizar a un crecimiento económico sostenible, a la creación de empleo y a la prosperidad<sup>2</sup>, la credibilidad de las autoridades monetarias a la hora de proporcionar estabilidad de precios de manera coherente se constru-

ye y se preserva con el tiempo. Esta credibilidad es fundamental para el proceso mediante el cual los agentes se forman expectativas de la evolución futura de los precios y, por tanto, para el propio mecanismo de formación de precios. Los bancos centrales deben realizar un seguimiento constante de las percepciones del público en general acerca de su compromiso con el mantenimiento de la estabilidad de precios, lo que servirá para aproximar la probabilidad de que realmente cumplan este objetivo. A este respecto, el anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo es un indicador clave de la credibilidad de un banco central. También es un requisito indispensable para una instrumentación eficaz de la política monetaria y, en última instancia, para que los bancos centrales logren mantener la estabilidad de precios.

- 1 Para un análisis general, véase el artículo titulado «Expectativas e instrumentación de la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2009.
- 2 Por ejemplo, cuando la inflación aumenta, resulta más difícil que los agentes privados distingan las variaciones en los precios relativos (que es necesario conocer para asignar recursos con eficiencia y mejorar la productividad general de la economía) de los cambios en el nivel general de precios. Unos niveles elevados e inesperados de inflación también conducen inevitablemente a una redistribución arbitraria de la riqueza y de la renta. Además, tiene un impacto negativo sobre la acumulación de capital y, por tanto, sobre la productividad a largo plazo, debido a la ausencia de indiciación del sistema tributario y al incremento de los tipos de interés. Para más información, véase el artículo titulado «Estabilidad de precios y crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2008.

En concreto, cuando la inflación se ve impulsada por perturbaciones de carácter transitorio, el seguimiento de las expectativas es esencial para valorar el riesgo de que dichas perturbaciones generen efectos más duraderos en la inflación a través de su impacto en la fijación de precios y salarios a escala nacional. Asegurar que las expectativas de inflación permanecen firmemente ancladas, especialmente a medio y largo plazo, es de interés primordial para los responsables de la política monetaria. Por estos motivos, las expectativas de inflación son muy importantes para la instrumentación de la política monetaria y son objeto de un estrecho seguimiento por parte del BCE.

En los diez o quince últimos años se ha convertido en práctica habitual entre los bancos centrales comunicar un objetivo cuantitativo de estabilidad de precios como parte de su estrategia de política monetaria. Los estudios disponibles indican claramente que el anuncio de un objetivo explícito de estabilidad de precios contribuye a anclar las expectativas de inflación. En 1998, el Consejo de Gobierno del BCE de-

finió la estabilidad de precios para la zona del euro como una tasa de inflación interanual medida por el IAPC inferior al 2%. Tras una exhaustiva evaluación de la estrategia en 2003, el Consejo de Gobierno aclaró que su objetivo era mantener las tasas de inflación en un nivel «inferior, pero próximo, al 2%» a medio plazo en la zona del euro. Esta definición ha proporcionado una orientación muy precisa a los mercados y ha actuado claramente como guía de las expectativas de inflación en la zona.

Además de la definición cuantitativa de estabilidad de precios, el éxito del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo depende también del compromiso de las autoridades monetarias de cumplir su mandato. La credibilidad del compromiso del BCE está firmemente arraigada en el marco institucional de la UEM. El Tratado dispone claramente que la instrumentación de la política monetaria en la zona del euro corre a cargo de un banco central independiente al que se le ha asignado el objetivo primordial de mantener la estabilidad de precios.

#### Resumen de las principales medidas disponibles de las expectativas de inflación en la zona del euro

	Agentes	Frecuencia	Comienzo	Horizontes
<b>Medidas basadas en encuestas</b>				
Encuesta de opinión de la Comisión Europea	Consumidores	Mensual	1985	A doce meses vista (pregunta acerca de la dirección del cambio)
Encuesta a expertos en previsión económica del BCE (EPE)	Instituciones financieras y no financieras	Trimestral	1999	Predicciones puntuales y distribuciones de probabilidad: - Año actual, año siguiente, año posterior al siguiente (horizontes variables a uno y dos años vista) - A cinco años vista
Consensus Economics	Instituciones financieras y no financieras	Mensual (a corto plazo) y semestral (a medio y largo plazo)	1990	Predicciones puntuales - Año actual y años siguientes - De tres, cuatro, cinco y seis a diez años vista
Barómetro de la Zona del Euro (MJEconomics)	Instituciones financieras y no financieras	Mensual (a corto plazo) y trimestral (a medio y largo plazo)	2002	Predicciones puntuales - Año actual y años siguientes - A dos, tres y cuatro años vista
World Economic Survey (IFO)	Instituciones internacionales y nacionales	Trimestral	1991	- A seis meses vista (pregunta acerca de la dirección del cambio) - Año actual
<b>Indicadores de los mercados financieros</b>				
Tasas de inflación implícitas	Participantes en los mercados financieros	Intradía	2004	Actualmente, de tres a unos 30 años vista
Tipos de los <i>swaps</i> indicados con la inflación	Participantes en los mercados financieros	Intradía	2003	De uno a 30 años vista

Nota: Las tasas de inflación implícitas se han estimado a partir de febrero de 2004.

La credibilidad del compromiso del Consejo de Gobierno de proporcionar estabilidad de precios mediante la aplicación de medidas de política coherentes y sistemáticas ha contribuido a mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación a medio y largo plazo, incluso a raíz de importantes perturbaciones de carácter adverso durante la crisis financiera.

En este contexto, en este artículo se considera la evolución reciente de las expectativas de inflación en la zona del euro (en el cuadro que figura a continuación se facilita un resumen de las principales medidas disponibles), se realiza una comparación entre indicadores de mercado e indicadores basados en encuestas, en horizontes tanto a corto como a medio y largo plazo, y se analiza cómo se elaboran, centrándose, en particular, en la manera en que medidas calculadas para horizontes temporales distintos responden a información diferente. El artículo también realiza una reflexión sobre el comportamiento de las diversas medidas disponibles durante los tres últimos años, que han sido difíciles para la política monetaria ya que, inicialmente, la inflación aumentó como consecuencia de los acusados incrementos de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, antes de experimentar una fuerte caída a raíz de la crisis económica y financiera global, que se intensificó tras la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008.

El artículo se estructura como sigue: en la segunda sección se consideran indicadores de las expectativas de inflación basados en encuestas, mientras que en la tercera se examinan indicadores obtenidos de los mercados financieros y su influencia. En la sección cuarta se analiza el comportamiento de estos indicadores en los últimos años, y en la última sección se presentan algunas conclusiones.

## 2 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADOS EN ENCUESTAS

Existen diversas medidas de las expectativas de inflación basadas en encuestas, pero las que son objeto de un seguimiento más estrecho por parte

del BCE abarcan un período de más de doce meses, como la encuesta a expertos en previsión económica (EPE) del BCE, y las de Consensus Economics y el Barómetro de la Zona del Euro<sup>3</sup>.

Todas estas encuestas proporcionan predicciones puntuales de las expectativas de inflación en diversos horizontes temporales, tanto a corto como a medio y largo plazo. Sin embargo, en la EPE también se pide a los encuestados que realicen una valoración cuantitativa de la incertidumbre existente en torno a las predicciones puntuales indicadas. Esta valoración de la incertidumbre queda reflejada en las distribuciones de probabilidad de la inflación futura dentro de unos intervalos predeterminados. Además, los encuestados pueden realizar comentarios sobre los factores determinantes de sus previsiones y sobre los motivos de las revisiones que realicen con respecto a la EPE anterior<sup>4</sup>.

La información obtenida de la EPE permite calcular diversas medidas de la incertidumbre que rodea a las perspectivas. Por ejemplo, la distribución de probabilidad proporciona información sobre el grado de incertidumbre existente en torno a la predicción puntual, y puede utilizarse para evaluar la probabilidad de que la inflación se sitúe por encima o por debajo de un umbral determinado. Además, la distribución de probabilidad puede servir para valorar los riesgos asociados a la predicción puntual. Por otra parte, la desviación típica de las predicciones puntuales de todos los encuestados, habitualmente denominada «desacuerdo», refleja la medida en que los participantes en la encuesta están en desacuerdo.

3 En julio de 2009, J.P. Morgan Securities Ltd inició una nueva encuesta sobre las expectativas de inflación. La encuesta se realiza tres veces al año y pregunta acerca de las expectativas sobre la evolución de la inflación subyacente a corto plazo y la opinión de los encuestados sobre la inflación a medio plazo (definida como la inflación general media entre dos y cinco años vista) en relación con el objetivo del banco central respectivo. Los encuestados son participantes en los mercados financieros, y la encuesta abarca las expectativas para la zona del euro, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Australia.

4 Para más detalles técnicos sobre la EPE que realiza el BCE e información sobre los resultados de la última encuesta, véase el recuadro titulado «Resultados de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica correspondientes al primer trimestre de 2011» en este *Boletín Mensual*. Para una valoración de la exactitud de las predicciones basadas en encuestas a expertos, véase también el recuadro titulado «La calidad predictiva de las encuestas a los expertos», en el *Boletín Mensual* de enero de 2011

En términos generales, las expectativas a medio plazo son las más importantes para la política monetaria, ya que ayudan a valorar la reacción de los agentes ante diferentes perturbaciones en los precios y a obtener una indicación de si son de carácter transitorio o más persistente, según la percepción del sector privado. Cuanto más largo sea el horizonte de las expectativas, más reflejarán el grado de credibilidad asignado a la política monetaria por parte de los agentes económicos en lo que respecta al compromiso del banco central de alcanzar la estabilidad de precios. En otras encuestas sobre expectativas de inflación, como la encuesta de opinión de la Comisión Europea<sup>5</sup> y la Encuesta sobre la Economía Mundial (World Economic Survey) del IFO, solo se pregunta acerca de las expectativas para períodos futuros muy cortos y, por tanto, existen más probabilidades de que se vean afectadas por perturbaciones de carácter transitorio. Por consiguiente, son una medida menos relevante a efectos de la política monetaria. Ciertamente, el análisis de correlación cruzada entre la encuesta de la Comisión Europea y la inflación observada pone en evidencia que la correlación más alta se produce al mismo tiempo o con un desfase de hasta siete meses, dependiendo del horizonte considerado, lo que apunta a que este indicador concreto de las expectativas contiene información sobre horizontes que son mucho más cortos que el horizonte de doce meses al que se refiere la pregunta de la encuesta<sup>6</sup>.

### FRECUENCIA DE ACTUALIZACIÓN Y TÉCNICAS DE PREDICCIÓN

Entender cómo se elaboran los indicadores de expectativas de inflación basados en encuestas no resulta fácil, ya que se basan en paneles heterogéneos de expertos en previsión económica que suelen utilizar herramientas de predicción variadas y complejas que se sustentan en información diferente. No obstante, del cuestionario (ad hoc) que se incluyó en la encuesta realizada por el BCE en el otoño de 2008 pueden obtenerse algunas indicaciones de los factores que probablemente influyan en estas medidas de las expectativas, con el fin de conocer mejor cómo realizan sus previsiones los encuestados en la EPE<sup>7</sup>.

En el cuestionario ad hoc se pedía a los participantes en la EPE que aclararan el papel de las valoraciones de expertos y la utilización de modelos econométricos formales en la elaboración de las previsiones. Las respuestas pusieron de manifiesto que la utilización de modelos para elaborar las predicciones es una práctica muy extendida, pero la mayoría de los encuestados incluyen valoraciones de expertos además de previsiones basadas en modelos. Por otra parte, la mayor parte de los encuestados respondió que su distribución de probabilidad se basa en valoraciones de expertos, mientras que solo una quinta parte de los participantes señaló que obtenían su distribución de probabilidad de un modelo.

El cuestionario ad hoc también puso de relieve que los encuestados utilizan una amplia variedad de modelos para elaborar sus previsiones. Los modelos de series temporales son los más usados para realizar previsiones de inflación. Los modelos macroeconómicos de oferta y demanda tradicionales también se utilizan habitualmente, especialmente para horizontes a medio y largo plazo. La mayor parte de los participantes en la encuesta señaló que las previsiones se actualizan periódicamente con arreglo a un calendario: la mitad actualiza sus previsiones trimestralmente y alrededor de una tercera parte lo hace mensualmente. Muchos actualizan también sus previsiones tras la publicación de datos o a raíz de perturbaciones graves.

Según los comentarios que realizan los participantes en la encuesta EPE habitual junto con sus previsiones de inflación, entre los principales factores que influyen en las valoraciones sobre la inflación

5 La encuesta de opinión de la Comisión Europea se realiza a escala nacional, y los resultados para la zona del euro se obtienen agregando los datos de cada país. Es de carácter cualitativo, en el sentido de que se pide a los consumidores que indiquen si esperan que la inflación aumente, disminuya o se mantenga invariable. Los resultados se resumen utilizando la denominada «estadística de saldos», que muestra la diferencia entre el porcentaje de consumidores que consideran que los precios de consumo subirán y el porcentaje que opina que se reducirán o que no se modificarán.

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

7 Véase el documento titulado: «A summary of the results from the special questionnaire for participants of the ECB Survey of Professional Forecasters (SPF)», que puede consultarse en la dirección del BCE en Internet: <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

a corto y a medio plazo se incluyen los siguientes: la evolución de los precios del petróleo y de las materias primas, el tipo de cambio del euro (fundamentalmente frente al dólar), medidas de la posición cíclica de la economía (como la brecha de producción, la utilización de la capacidad productiva y la tasa de desempleo) y el crecimiento de los salarios. Además, en las últimas encuestas, las modificaciones de los impuestos indirectos y de los precios administrados se han mencionado cada vez con más frecuencia como factores que influyen en las perspectivas de inflación. Aunque estos factores se refieren directamente a la EPE, es probable que, en líneas generales, se apliquen a otras encuestas a expertos, habida cuenta del gran tamaño del panel de la EPE y su mezcla de instituciones financieras y no financieras<sup>8</sup>.

### 3 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN BASADOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Durante mucho tiempo, las encuestas eran la principal fuente de información de las expectativas de inflación del sector privado para los bancos centrales, mientras que la utilización de instrumentos financieros exigía realizar supuestos restrictivos para extraer las expectativas de inflación, lo que los hacía menos apropiados para efectuar un seguimiento periódico. Sin embargo, en los últimos años, el fuerte desarrollo de los mercados de instrumentos indicados con la inflación, principalmente los bonos indicados con la inflación, pero también derivados, como los *swaps* indicados con la inflación, así como *caps* y *floors* sobre inflación, por citar algunos<sup>9</sup>, ha facilitado considerablemente el cálculo de las expectativas de inflación incorporadas en los precios de los activos financieros. En esta sección se presentan algunos ejemplos de la información que proporcionan los instrumentos financieros indicados con la inflación.

#### SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A CORTO PLAZO UTILIZANDO SWAPS INDICADOS CON LA INFLACIÓN

Los *swaps* indicados con la inflación constituyen una importante fuente de información acerca de

las expectativas de inflación del sector privado, especialmente para horizontes a corto plazo. Un *swap* indicado con la inflación es un contrato que conlleva un intercambio de un pago fijo (la denominada «parte fija» del *swap*) por la inflación observada durante un horizonte predeterminado. De este modo, durante el plazo de vigencia del contrato, el tipo de interés de la parte fija del *swap* proporciona una lectura directa de la tasa de inflación esperada por el mercado. Están disponibles diariamente para una amplia gama de horizontes.

Un indicador alternativo de los mercados financieros es la tasa de inflación implícita, que se calcula como el diferencial de rendimientos entre bonos nominales y bonos indicados con la inflación. En cambio, los *swaps* indicados con la inflación: (i) no requieren estimar las estructuras temporales de los tipos de interés nominales y reales, con lo que se evitan problemas relacionados con el hecho de que el número de bonos a corto plazo sea limitado; (ii) son menos propensos que las tasas de inflación implícitas a que se produzcan distorsiones en la liquidez resultantes de turbulencias recientes en los mercados financieros; (iii) se ven menos afectados por la estacionalidad del IAPC que las tasas de inflación implícitas y, por tanto, son más adecuados para realizar un seguimiento de las expectativas de inflación en horizontes temporales a corto plazo<sup>10</sup>.

Los *swaps* indicados con la inflación, como todos los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, pueden incluir una prima de riesgo de inflación para compensar a los inversores por los riesgos asociados a las expectativas de inflación du-

8 El panel actual de la EPE está integrado por casi 80 participantes de diversos países de la Unión Europea y, aunque con el tiempo se han registrado cambios reseñables en la composición del panel, 30 participan en la encuesta desde el principio. Los encuestados son expertos en previsión económica de los sectores financiero (55%) y no financiero (45%).

9 Para una descripción general, véase el artículo titulado «Obtención de información de los precios de los activos financieros», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2004.

10 Las tasas de inflación implícitas pueden ajustarse de efectos estacionales, pero, en general, estos suelen ser más difíciles de eliminar en horizontes temporales cortos. Véase J. Ejsing, García, J. A. y Werner, T. (2007), *The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality*, Working Paper Series, nº. 830, BCE.

rante el horizonte de las previsiones. La evidencia disponible para la zona del euro sugiere que esta prima aumenta en función del plazo de vencimiento, pero su importe y variabilidad siguen siendo muy limitados en los horizontes considerados<sup>11</sup>.

En el caso concreto de la zona del euro, el mercado de *swaps* indicados con la inflación ha crecido con rapidez desde 2003, reflejando la creciente demanda de instrumentos indicados con la inflación y la oferta relativamente limitada de bonos indicados con la inflación en la zona<sup>12</sup>. De hecho, es probable que, actualmente, la zona del euro sea el mercado de *swaps* indicados con la inflación más desarrollado del mundo, lo que hace que la información que aportan sea particularmente apropiada para realizar un seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación, principalmente para horizontes a corto y a medio plazo.

Habida cuenta del hecho de que estos instrumentos se han desarrollado recientemente, se dispone de poca evidencia empírica acerca de los factores que influyen en los *swaps* indicados con la inflación. Para determinar si estos instrumentos están relacionados con factores monetarios, de la economía real, de precio y financieros, o con una combinación de cualquiera de ellos, y en qué momento y en qué medida, se evalúa un amplio conjunto de posibles factores explicativos utilizando técnicas bayesianas de selección de modelos<sup>13</sup>. Concretamente, se consideran 28 variables económicas y financieras directamente observables utilizadas habitualmente para analizar la evolución de indicadores financieros de las expectativas de inflación. Para proporcionar una descripción intuitiva de los principales factores que influyen en la dinámica de los *swaps* indicados con la inflación, en el gráfico 1 se muestra la contribución de los factores más importantes a la evolución del tipo de interés de los *swaps* indicados con la inflación en un horizonte de dos años, basada en un modelo de regresión lineal. La elección de este horizonte está motivada por la disponibilidad de datos, pero resultados cualitativamente similares son válidos para otros vencimientos<sup>14</sup>.

Dos ideas son especialmente dignas de mención. En primer lugar, los *swaps* indicados con la infla-

ción indican que en el primer semestre de 2008 aumentaron considerablemente las expectativas de inflación a corto y a medio plazo, aumento que cambió bruscamente de sentido tras la intensificación de la crisis en el otoño de 2008.

En segundo lugar, la fuerte revisión a la baja de las expectativas de inflación estuvo motivada, en gran parte, no solo por la caída de los precios del petróleo, sino también por el acusado deterioro de los indicadores de confianza, así como por factores financieros (como el aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles según el índice VIX). Además, estos factores, junto con un crecimiento moderado de los agregados monetarios, también constituyen la principal explicación al hecho de que las expectativas de inflación se hayan mantenido en niveles tan moderados desde principios de 2009.

11 Véase J. A. García y Werner, T. (2010): *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper Series, n.º 1162, BCE.

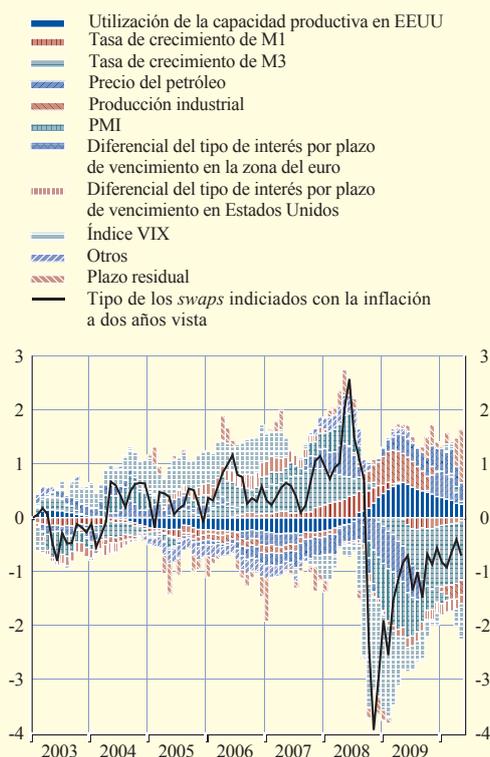
12 Para una descripción general y algunas comparaciones internacionales, véase J. A. García y Van Rixtel, A. (2007), *Inflation-linked bonds from a central bank perspective*, Occasional Paper Series, n.º 62, BCE, y las referencias que se incluyen.

13 Para investigar el vínculo entre las expectativas de inflación y sus posibles determinantes, se supone que:  $ILSt = aILS_{t-1} + bX_t + e_t$ , donde  $ILS_t$  es la medida de las expectativas de inflación (*swap*) y  $X_t$  representa el conjunto de factores que figuran a continuación. Los posibles factores explicativos considerados son: (i) *factores monetarios* (el crecimiento de M1 y M3); (ii) *los precios de las materias primas y los tipos de cambio* (materias primas excluida la energía, los precios del petróleo en dólares estadounidenses, el tipo de cambio efectivo del euro, el TCEN); (iii) *indicadores de precios y costes* (nivel y volatilidad del IAPC general y del IAPC excluida la energía y los alimentos no elaborados, así como el del IPRI, y el crecimiento de los salarios); (iv) *indicadores de la actividad económica* (producción industrial, tasa de desempleo); (v) *indicadores de confianza* (índices de confianza de los consumidores y de la industria de la Comisión Europea, PMI); (vi) *variables financieras* (el diferencial del tipo de interés por plazo de vencimiento entre Estados Unidos y la zona del euro, el diferencial de los bonos a diez años de Estados Unidos y la zona del euro, la volatilidad del mercado de bonos, la rentabilidad a doce meses de los índices S&P500 y Euro 50, la volatilidad de los mercados bursátiles, índices VIX y VStoxx); (vii) *el entorno exterior* (IPC, producción industrial, datos de empleo del sector no agrícola y utilización de la capacidad productiva en Estados Unidos). Para más detalles sobre la transformación de datos, véase M. Ciccarelli y García, J.A. (2009), *What drives euro area break-even inflation rates?*, Working Paper Series, n.º 996, BCE. Para estimar los coeficientes del modelo y seleccionar los factores, se utiliza el «procedimiento estocástico de selección de variables» (véase E. George y McCulloch, R. (1993), «Variable selection via Gibbs sampling», *Journal of the American Statistical Association*, vol. 88, n.º 423, pp. 881- 889).

14 Obsérvese que, debido a la heterogeneidad de las unidades de medición de los factores, todas las variables que se presentan en el gráfico se han normalizado.

### Gráfico 1 Determinantes de los swaps indicados con la inflación

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales; datos mensuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en la metodología introducida por Ciccarelli y García (2009).

Nota: En este gráfico se muestra la descomposición de las expectativas de inflación como la suma de las contribuciones de los factores explicativos y el plazo residual. Todas las variables se han normalizado. Los valores históricos de la variable endógena se interpretan como una desviación con respecto a la senda de referencia. Por consiguiente, las barras del gráfico reflejan la desviación de las expectativas de inflación con respecto a la mediana de la muestra explicada por la desviación de cada variable explicativa con respecto a la respectiva senda de referencia (es decir, la mediana de la muestra). Las contribuciones se basan en las medianas a posteriori.

### SEGUIMIENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO

Además de ayudar a realizar un seguimiento de la evolución de las expectativas de inflación a corto plazo, los instrumentos indicados con la inflación proporcionan información crucial sobre las expectativas a largo plazo. El fuerte desarrollo del mercado de bonos indicados con la inflación en la zona del euro desde 2004 ha contribuido a aumentar la fiabilidad de las tasas de inflación implícitas estimadas a partir del diferencial de rendimientos entre los bonos nomi-

nales y los bonos indicados con la inflación<sup>15</sup>. De hecho, la utilización de datos de este mercado permite aprovechar toda la información sobre la estructura temporal de los tipos de interés nominales y reales.

Sin embargo, la extracción de expectativas de inflación a largo plazo a partir de instrumentos financieros se ve dificultada por las primas de riesgo de inflación que exigen los inversores como compensación por los riesgos en torno a las expectativas de inflación que se utilizan como referencia. Además, durante la crisis financiera reciente, la presencia de fuertes distorsiones en la liquidez que han variado con el tiempo en el mercado de bonos ha aumentado las dificultades para interpretar la evolución de las tasas de inflación implícitas (*forward*) a largo plazo.

Por consiguiente, el seguimiento de las tasas de inflación implícitas a largo plazo requiere una especificación detallada de la estructura temporal. Las tasas de inflación implícitas de la zona del euro y las primas de riesgo de inflación pueden estimarse utilizando modelos de estructura temporal. Para identificar mejor estas primas, en consonancia con la literatura reciente sobre la estructura temporal, los rendimientos de los bonos indicados con la inflación se usan para determinar los rendimientos reales, y las expectativas de inflación basadas en los resultados de la EPE del BCE también ayudan a identificar la inflación esperada<sup>16</sup>. A partir de ese enfoque de modelización, en el gráfico 2 se muestra la descomposición de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo utilizando un modelo de estructura temporal sin arbitraje que incorpora los rendimientos de los bonos indicados con la inflación y las expectativas de inflación a largo plazo basadas en la encuesta<sup>17</sup>. El gráfico muestra al-

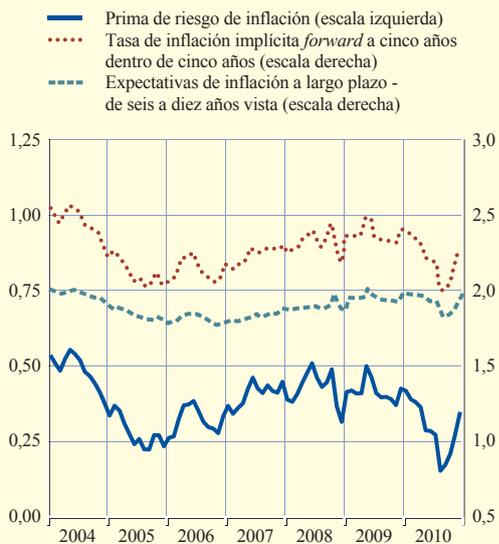
15 Para una descripción y una comparación a escala internacional, véase J. A. García y van Rixtel, A. (2007), *Inflation-linked bonds from a central bank perspective*, Occasional Paper Series, n.º 62, BCE, y las referencias incluidas.

16 Para detalles del modelo, véase J. A. García y Werner, T. (2010), *Inflation risks and inflation risk premia*, Working Paper Series, n.º 1162, BCE.

17 En consonancia con la literatura reciente, el modelo incluye errores de medición para todas las variables, permitiendo una corrección por el nivel de liquidez y por otras posibles distorsiones en los mercados de bonos durante la crisis financiera, lo que es crucial para realizar una valoración exhaustiva de la evolución de las tasas de inflación implícitas, de las expectativas de inflación y de las primas de riesgo de inflación.

**Gráfico 2 Descomposición de las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo basada en un modelo de estructura temporal**

(puntos porcentuales)



Fuentes: Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Las tasas de inflación implícitas *forward* a largo plazo y sus componentes son para el horizonte *forward* a cinco años dentro de cinco años. Para conocer detalles del modelo de estructura temporal, véase García y Werner (2010).

gunas de las principales características de las expectativas de inflación a largo plazo (y de las primas relacionadas) en la zona del euro. En primer lugar, las expectativas de inflación a largo plazo de los inversores están firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios, y se ha de destacar que se han mantenido en estos niveles desde que las turbulencias financieras se intensificaron<sup>18</sup>. En segundo lugar, la prima de riesgo de inflación es, por el contrario, mucho más volátil, y explica una parte significativa de la volatilidad de las tasas de inflación implícitas a largo plazo. En promedio, la prima de riesgo de inflación a largo plazo se ha situado en unos 40 puntos básicos, pero disminuyó considerablemente en el verano de 2010, posiblemente como consecuencia de la percepción de menores riesgos de inflación entre los inversores, en un entorno de creciente preocupación acerca de la posibilidad de que se produjera una desaceleración de la economía mundial en el segundo semestre del año. Una vez más es importante señalar que, en cambio, el nivel de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvo prác-

ticamente sin variaciones durante ese período. En cualquier caso, aunque la especificación del modelo de estructura temporal utilizado aquí se ha realizado con mucho cuidado, la modelización de los mercados de bonos durante la crisis financiera ha planteado serias dificultades que deben tomarse en consideración.

#### 4 EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

El BCE utiliza medidas de las expectativas de inflación para conocer las expectativas del sector privado, para contrastar su propia valoración de las perspectivas futuras de inflación y utilizados como parte de un conjunto de indicadores para evaluar la percepción de la credibilidad de su política monetaria. Obviamente, todas las medidas existentes tienen limitaciones y son calibraciones imperfectas de las «verdaderas» expectativas de inflación, no observadas, del sector privado. Por ejemplo, las medidas obtenidas de instrumentos financieros, que se basan en operaciones de mercado y están disponibles en tiempo real para una amplia gama de vencimientos, pueden verse afectadas por primas de riesgo no observables que varían con el tiempo. En cambio, aunque las medidas basadas en encuestas no se ven distorsionadas por primas de riesgo no observables, no están vinculadas necesariamente al comportamiento económico real y pueden ser de carácter más retrospectivo. Esto se debe a que es posible que las previsiones individuales solo se actualicen a intervalos fijos y a que, obviamente, la recopilación de información y la elaboración de las previsiones lleva tiempo. Una valoración exhaustiva de estas limitaciones y de las ventajas e inconvenientes relativos de los dos tipos de medida permite realizar un análisis combinado en el que todas las medidas disponibles se utilizan conjuntamente y las conclusiones de todos los indicadores se contrastan entre sí.

A este respecto es importante considerar el comportamiento de las diversas medidas de las expec-

18 Véase el recuadro 4, titulado «Valoración de la evolución reciente de las tasas de inflación implícita *forward* a largo plazo», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2009.

tativas de inflación en los últimos años, teniendo en cuenta la excepcional volatilidad de las tasas de inflación observadas generada por la combinación de perturbaciones en los precios de las materias primas y el impacto de la crisis financiera. En concreto, resulta instructivo centrarse en el verano de 2008, en el que la inflación se incrementó temporalmente como consecuencia de las fuertes subidas de los precios de las materias primas en los mercados internacionales y su transmisión a los precios de consumo, así como en el otoño de ese mismo año, cuando la crisis financiera se intensificó en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos.

### LAS PERTURBACIONES EN LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS EN 2007-2008

A raíz de las fuertes perturbaciones que se registraron en los precios de las materias primas en 2007 y 2008, que hicieron que la inflación interanual medida por el IAPC aumentara hasta el 4% en el verano de 2008, las expectativas de inflación proporcionaron una herramienta clave para valorar los riesgos de efectos de segunda vuelta sobre la inflación.

Cuando la inflación observada comenzó a aumentar en los últimos meses de 2007, las expectativas de inflación a corto plazo se revisaron progresivamente al alza. Por ejemplo, en sus expectativas, la mayor parte de los participantes en la EPE expresaron su preocupación acerca de la posibilidad de que se incrementara la inflación para un horizonte de un año y, en menor medida, de dos años (véase gráfico 3)<sup>19</sup>. De igual modo, las expectativas a corto plazo obtenidas de los *swaps* indicados con la inflación aumentaron en el segundo trimestre de 2008 (véase gráfico 4). Inicialmente, las expectativas a largo plazo se mantuvieron moderadas, reflejo, posiblemente, de la percepción de que la perturbación en los precios de las materias primas era de carácter transitorio y del hecho de que se esperaba que el BCE reaccionara ante el incremento de la inflación, pero comenzaron a aumentar en el verano de 2008 (véanse gráficos 3 y 4).

La preocupación de los mercados acerca de la inflación también quedó reflejada en la distribución

Gráfico 3 Expectativas de inflación obtenidas de la EPE

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

Gráfico 4 Tipos de interés *forward* de los *swaps* indicados con la inflación en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: ICAP y Reuters.

<sup>19</sup> Otras medidas de las expectativas basadas en encuestas, como las de Consensus Economics y las del Barómetro de la Zona del Euro, mostraron patrones similares.

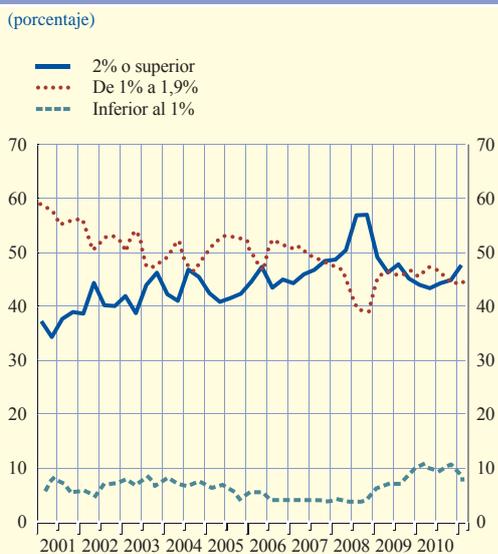
de probabilidad agregada obtenida a partir de los resultados de la EPE. En las dos rondas de la EPE realizadas en julio y octubre de 2008, cuando los últimos datos disponibles situaban la tasa de inflación interanual de la zona del euro en el 4% en junio y en el 3,6% en septiembre, los expertos asignaron una probabilidad considerablemente más alta a un resultado de inflación a largo plazo del 2% o por encima de este valor (véase gráfico 5). El aumento de las expectativas de inflación a largo plazo en la EPE, así como la mayor probabilidad asignada por los participantes en la encuesta a una inflación por encima de la definición de estabilidad de precios del BCE, fueron dos de los elementos que respaldaron la valoración general que se plasmó en la decisión de política monetaria de incrementar los tipos de interés en julio de 2008<sup>20</sup>. Posteriormente, después de que el BCE subiera los tipos de interés y se intensificara la crisis financiera, la inquietud en torno a un aumento de la inflación a más largo plazo disminuyó con rapidez. Las expectativas de inflación a corto plazo, especialmente las obtenidas de instrumentos financieros, cayeron rápidamente (véase gráfico 4).

## LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DURANTE LA CRISIS

El período inmediatamente posterior a la quiebra de Lehman Brothers en Estados Unidos, en septiembre de 2008, representa otro caso práctico para examinar la utilidad de los indicadores de expectativas de inflación. Cuando la economía internacional experimentó una de las peores recesiones en generaciones, surgieron preocupaciones en los mercados en torno a la inflación y a la deflación. Por un lado, cuando se produjo una brusca caída de la demanda y del producto y un aumento del desempleo, la capacidad productiva sin utilizar se incrementó y surgieron presiones a la baja sobre la inflación. Esto a su vez, generó temores de que siguiera un período prolongado de deflación<sup>21</sup>. Por otro, las fuertes presiones recesivas suscitaron una respuesta sin precedentes de las políticas monetaria y fiscal, que hicieron que algunos observadores sostuvieran que la inflación era la principal amenaza. Según esta valoración, la abundancia de liquidez, junto con los elevados déficits presupuestarios, provocarían inflación cuando la recuperación estuviera en marcha si los responsables políticos no podían o no estaban dispuestos a retirar las medidas de estímulo a tiempo. Las expectativas de inflación constituyen una importante herramienta para valorar los riesgos, especialmente en un entorno sometido a presiones alcistas y bajistas sobre la estabilidad de precios.

Pese a que la inflación interanual se redujo hasta situarse en el 0,3% en 2009, la previsión de los mercados sobre el riesgo de deflación en la zona del euro fue siempre que este riesgo era reducido. Por ejemplo, las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron firmemente

**Gráfico 5 Probabilidad de un resultado de inflación a largo plazo en intervalos determinados**



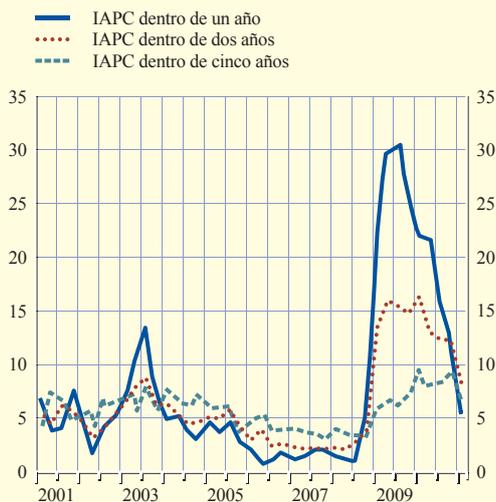
Fuente: BCE.  
Nota: Información procedente de la distribución de probabilidad agregada.

20 El editorial del Boletín Mensual de julio de 2008 reza como sigue: «El Consejo de Gobierno ha adoptado esta decisión [aumentar los tipos de interés] con el propósito de prevenir la aparición de efectos de segunda vuelta generalizados y de contrarrestar el aumento de los riesgos alcistas para la estabilidad de precios a medio plazo». «El Consejo de Gobierno subraya que [...] tiene la clara determinación de mantener las expectativas de inflación a medio y a largo plazo firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios».

21 Véase, por ejemplo, el capítulo 1 de la publicación *Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, abril de 2009, y J. Decressin, y Laxton, D. (2009), *Gauging Risks for Deflation*, IMF Staff Position Note n.º 09/01.

**Gráfico 6 Probabilidad de una tasa de inflación del 0% o superior, e inferior al 1%**

(porcentaje)



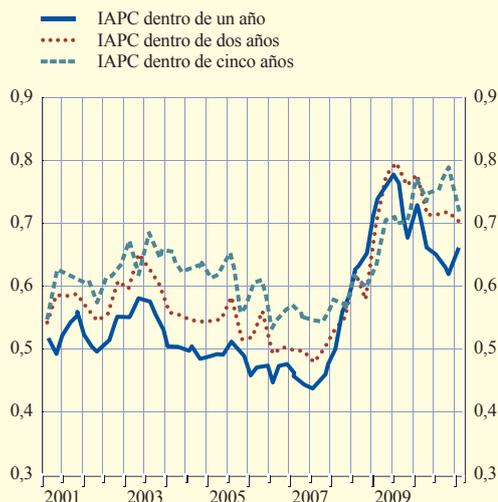
Fuente: BCE.

ancladas en niveles acordes con la definición de estabilidad de precios del BCE en 2009. Además, a mediados de ese año, los participantes en la EPE asignaron una probabilidad muy baja (inferior al 4%) a que la inflación fuera negativa al cabo de dos años. Al mismo tiempo, se percibía como más probable que la inflación se mantuviera positiva pero en niveles bajos, ya que se consideró que la probabilidad de que la inflación se situara entre el 0% y el 1% al cabo de un año era de aproximadamente el 30% en el segundo trimestre de 2009, y posteriormente experimentó un descenso significativo (véase gráfico 6).

El hecho de que, en el otoño de 2008, el entorno económico cambiara con rapidez, hizo que los expertos revisaran a la baja sus expectativas de inflación a corto y a medio plazo. La incertidumbre existente, en general, en torno a la evolución económica en ese período y en el futuro se incrementó sustancialmente, lo que quedó claramente reflejado en las distribuciones de probabilidad de los expertos recogidas en la EPE. La incertidumbre agregada, la medida que recoge tanto valoraciones divergentes de los expertos como la incertidumbre que cada uno asigna a su previsión, siguió siendo eleva-

**Gráfico 7 Incertidumbre agregada**

(puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

Nota: La incertidumbre agregada se mide como la desviación típica de la distribución de probabilidad agregada en la EPE.

da, y continuó aumentando ligeramente para todos los horizontes de las previsiones (véase gráfico 7), tras los incrementos registrados en 2008 asociados a las perturbaciones en los precios del petróleo y de los alimentos<sup>22</sup>. No obstante, estos aumentos de la incertidumbre no fueron específicos de la inflación ni, ciertamente, de la EPE, ya que también se observaron en esta encuesta en lo que respecta al crecimiento del PIB real y el desempleo, así como en otras encuestas al sector privado<sup>23</sup>. Aunque desde principios de 2010 hay algunas señales de disminución de la incertidumbre, sigue siendo más pronunciada que antes de la crisis.

22 Por ejemplo, la desviación típica de las previsiones de inflación para la zona del euro para el año 2009 en el panel de Consensus Economics —otra medida de la incertidumbre entre los expertos en previsión— aumentó sustancialmente en otoño de 2008, y en diciembre se situó en un máximo sin precedentes, el doble de la media a cinco años de la desviación típica en este horizonte de predicción. Para un análisis detallado de las medidas de la incertidumbre que pueden obtenerse de la EPE, véase el recuadro titulado «Medidas de las percepciones sobre la incertidumbre macroeconómica», *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010.

23 Para un análisis de la evolución de la incertidumbre, incluida información procedente de las previsiones de Consensus Economics, véase el recuadro titulado «Incertidumbre y perspectivas económicas de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2009.

En cuanto a los indicadores financieros, las expectativas extraídas de instrumentos financieros apuntaban a la existencia de mayores riesgos de deflación a corto plazo durante la crisis financiera que los indicadores basados en encuestas. Además del escenario de base mostrado por los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación analizado en la sección anterior, se puede obtener información adicional considerando las distribuciones de probabilidad de resultados de inflación calculadas a partir de opciones sobre inflación (*caps* y *floors*) negociadas durante un horizonte de un año<sup>24</sup>. En el gráfico 8 se muestran bandas de probabilidad de diversos resultados de inflación en un horizonte de un año. Las opciones sobre inflación también sugieren que se produjo un cambio muy importante en las expectativas de inflación a finales de 2008. La tendencia al alza de la inflación observada y esperada en el primer semestre de 2008 también fue acompañada de un aumento de la incertidumbre y de los riesgos de inflación. La intensificación de la crisis en el otoño de 2008 dio lugar a un nuevo incremento de la incertidumbre en torno a la inflación, así como un aumento considerable de la probabilidad de deflación. A partir de 2009, los

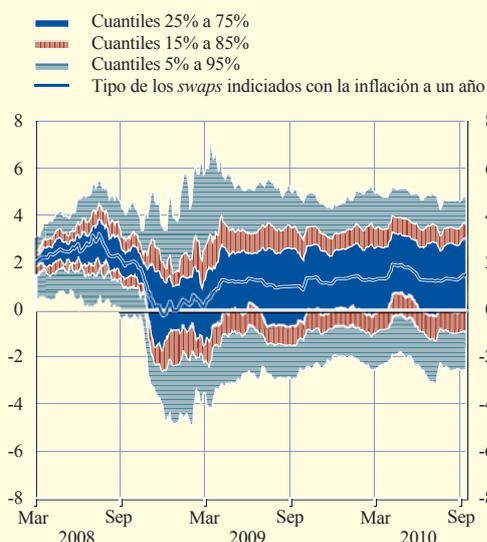
riesgos de deflación disminuyeron, aunque la incertidumbre que rodea a la inflación ha seguido siendo sustancialmente más elevada que antes de la crisis, como indica el hecho de que el intervalo de confianza en torno a la mediana de las expectativas de inflación que se muestra en el gráfico 8 todavía sea amplio.

Durante esta época de turbulencias, las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido bien ancladas (véase gráfico 9): la media y la mediana de las predicciones puntuales de la EPE han fluctuado entre el 1,9% y el 2% en los dos últimos años. Las previsiones a largo plazo de Consensus Economics y del Barómetro de la Zona del Euro han sido algo más volátiles. No obstante, como el número de participantes en estas dos encuestas es menor que en la EPE, los resultados medios son más sensibles a valores atípicos. Las medidas basadas en los mercados

24 El cálculo de las densidades de inflación implícitas se basa en una interpolación *spline* de las volatilidades implícitas extraídas de los *caps* y *floors* sobre inflación, basadas en la fórmula Black-Scholes. Para una aplicación de esta metodología, véase S. Kruse (2010), «On the Pricing of Inflation-Indexed Options», *European Actuarial Journal*, de próxima publicación.

**Gráfico 8 Bandas de probabilidad de diversos resultados de inflación dentro de un año obtenidas de las opciones sobre inflación de la zona del euro**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

**Gráfico 9 Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de diversas fuentes**

(tasas de variación interanual)



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

disminuyeron menos de 1 punto porcentual al final de 2008. Como se ha señalado en la sección 3, esta disminución se debió fundamentalmente a la reducción de las primas de riesgo, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo de los participantes en el mercado se mantuvieron prácticamente estables durante la crisis financiera. La

estabilidad observada, en general, en las expectativas de inflación a largo plazo, sugiere que la credibilidad de la política monetaria no se vio seriamente afectada durante la crisis. En el recuadro que figura a continuación se considera la evolución de las expectativas de inflación en otras economías fuera de la zona del euro.

## Recuadro

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A ESCALA INTERNACIONAL

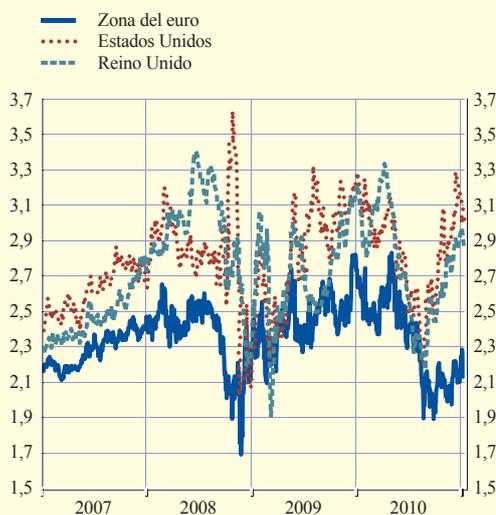
En este recuadro se analiza la evolución de indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados financieros y en encuestas, de manera similar a los presentados en el texto principal, para otras economías avanzadas fuera de la zona del euro, en particular Estados Unidos y el Reino Unido. En general, la comparación apunta a una evolución parecida de las expectativas de inflación entre las economías avanzadas, ya que las expectativas a largo plazo han permanecido bien ancladas, en general, aunque perturbaciones de carácter transitorio específicas de cada país han tendido a dar como resultado cierto grado de divergencia en la evolución de las expectativas de inflación a corto y a medio plazo.

## Las expectativas de inflación durante la crisis

Cuando, en 2008, la crisis financiera y económica internacional se intensificó, el producto a escala global experimentó un acusado descenso que generó presiones a la baja sobre la inflación mundial. En este contexto, las tasas de inflación implícitas a medio y largo plazo y los tipos de interés de los *swaps* indicados con la inflación son indicadores de utilidad para interpretar la fuerte caída de las expectativas de inflación en comparación con la zona del euro (véanse gráficos A y B). Ciertamente, la disminución de las tasas de inflación implícitas en Estados Unidos y en el Reino Unido fue más pronunciada que la observada en zona del euro. No obstante, las expectativas de inflación basadas en los mercados también han aumentado sustancialmente su volatilidad y se han visto influidas por las primas de liquidez, así como por factores técnicos. Aunque los indicadores a corto plazo basados en encuestas también mostraron patrones similares, los descensos fueron de carácter más transitorio. En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas, como las elaboradas por Consensus Economics, se mantuvieron bastante estables (véase gráfico C). Esto sugiere que, pese a las considerables fluctuaciones de la infla-

Gráfico A Tasas de inflación implícitas *forward* a cinco años dentro de cinco años

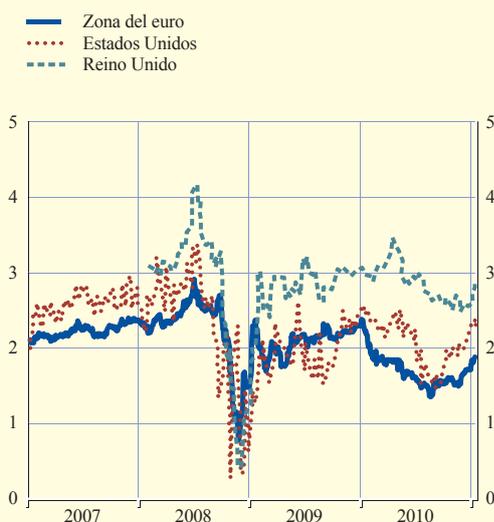
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Reuters, BCE, cálculos de expertos de la Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

**Gráfico B Tipos de interés forward de los swaps iniciados con la inflación a un año dentro de dos años**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: ICAP y Reuters.

**Gráfico C Expectativas de inflación a largo plazo de seis a diez años vista**

(tasas de variación interanual)



Fuente: Consensus Economics.

ción general, las expectativas a largo plazo permanecieron bien ancladas durante la crisis. Mientras tanto, no resulta sorprendente que las expectativas de inflación a largo plazo basadas en encuestas hayan permanecido en niveles relativamente reducidos en Japón, dada su prolongada experiencia de inflación muy baja. En Canadá, las expectativas de inflación a largo plazo fundamentalmente se mantuvieron en el nivel establecido como objetivo por las autoridades monetarias durante la crisis.

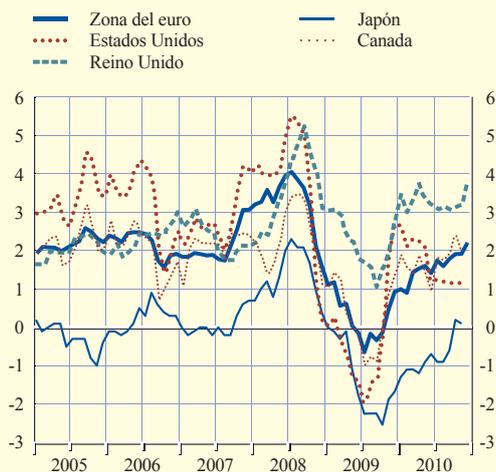
### Las expectativas de inflación en 2010

Después de que el crecimiento económico registrara una recuperación a principios de 2010, cierta pérdida de impulso en durante el verano generó nuevas preocupaciones en torno a la posibilidad de deflación en Estados Unidos. Las expectativas de inflación basadas en los mercados disminuyeron en Estados Unidos y en el Reino Unido, al igual que en la zona del euro, antes de repuntar hacia el final del año. Mientras, el aumento de la inflación observada en el Reino Unido a partir de principios de 2010 (véase gráfico D), debido principalmente a la subida del IVA y al impacto de la depreciación de la libra esterlina, quedó reflejado, en cierta medida, en un aumento de las expectativas de inflación a corto plazo basadas en los mercados. Aunque estos patrones para Estados Unidos y el Reino Unido también fueron evidentes, en parte, en los indicadores basados en encuestas, como en las previsiones de Consensus Economics (véase gráfico C), las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron dentro de sus niveles históricos, lo que sugiere que las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas. Otros indicadores basados en encuestas respaldan esta valoración<sup>1</sup>.

1 Para Estados Unidos, por ejemplo, la medida de las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores (de cinco a diez años vista) calculada por la Universidad de Michigan cayó hasta el 2,7% en septiembre de 2010, pero repuntó hasta situarse en el 2,8% en diciembre. Las expectativas de inflación dentro de diez años de la EPE y la inflación media esperada para los diez próximos años de la encuesta Livingston eran del 2,2% y el 2,5% en noviembre y diciembre, respectivamente. Los tres indicadores se situaron próximos a sus medias históricas.

Gráfico D Tasas de inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, BEA y BPI.

## 5 CONCLUSIONES

El BCE utiliza las expectativas de inflación para conocer la valoración del sector privado de las perspectivas futuras de inflación y, como parte de un conjunto de indicadores, para evaluar las percepciones acerca de la credibilidad de la política monetaria. Son importantes para obtener una indicación de la confianza de la opinión pública en la capacidad del banco central para cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios. En la zona del euro se dispone de varias medidas, algunas obtenidas de encuestas y otras de los mercados financieros, que abarcan horizontes tanto a corto como a medio y largo plazo. El análisis de los principales factores que influyen en las diversas medidas disponibles de las expectativas en la zona del euro muestra que, en distintos horizontes, los indicadores tienden a responder a información diferente: las perturbaciones de carácter transitorio que afectan a componentes volátiles tienden a ser más importantes en el corto plazo, mientras que las expectativas a largo plazo son, en general, insensibles a las noticias económicas. El hecho de que las expectativas a largo plazo hayan permanecido bien ancladas en niveles próximos al 2% en los tres últimos años, que han sido relativamente complejos

En líneas generales, el análisis de la evolución de los indicadores de expectativas de inflación durante la crisis y en el verano de 2010 muestra las ventajas de combinar información procedente tanto de encuestas como de los mercados financieros, en los casos en que estén disponibles, para valorar la evolución, no solo en la zona del euro, sino también en otras economías avanzadas. En resumen, las tendencias en las expectativas de inflación en las economías avanzadas han sido similares, en general, a las de la zona del euro en los últimos años, en los que las expectativas a largo plazo han permanecido bien ancladas. Sin embargo, perturbaciones de carácter transitorio específicas de cada país han hecho que la trayectoria de las expectativas de inflación a corto y medio plazo sea divergente.

para la política monetaria como consecuencia de las fuertes perturbaciones que han afectado a la zona del euro y a la economía mundial, ha facilitado la instrumentación de la política monetaria y demuestra la credibilidad que ha conseguido el BCE como banco central orientado hacia la estabilidad de precios.

Sin embargo, no hay margen para la autocomplacencia, ya que las medidas de la incertidumbre y la falta de acuerdo que se desprende de las expectativas basadas en encuestas, por ejemplo, aumentaron inmediatamente después de la crisis financiera, y todavía no han retornado a sus niveles anteriores; además, las primas de riesgo de inflación incorporadas en los precios de los activos han seguido siendo considerables.

De cara al futuro, es fundamental que la política monetaria siga manteniendo la estabilidad de precios y preserve la credibilidad en lo que respecta a garantizar dicha estabilidad en el tiempo. Si los inversores y los agentes económicos tienen la seguridad de que la inflación se mantendrá estable en el futuro como consecuencia de la credibilidad de la política monetaria, las expectativas de inflación permanecerán bien ancladas y los inversores

exigirán menores primas de riesgo de inflación lo que, a su vez, fomentará un mayor crecimiento en la zona del euro. Esta es la mejor aportación que la política monetaria puede hacer para promover un crecimiento equilibrado y un nivel de vida mejor en la zona.

# EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LOS PRECIOS DE LAS OPCIONES DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

## ARTÍCULOS

El contenido informativo de los precios de las opciones durante la crisis financiera

*Los precios de los activos financieros han experimentado una significativa volatilidad como reacción a la crisis económica y financiera. En el contexto de la volatilidad existente en los mercados, las expectativas de los inversores y el nivel de incertidumbre sobre el curso futuro de los precios de los activos proporcionan una información valiosa a efectos analíticos. En este artículo se presenta una técnica adoptada recientemente por los expertos del BCE para cuantificar las expectativas de los participantes en el mercado acerca de los precios futuros de los activos en forma de distribuciones de probabilidad basadas en los precios de las opciones. Se muestra cómo estas técnicas pueden aplicarse a los mercados de dinero y de valores, y se discute el contenido informativo de las medidas de expectativas de mercado, centrándose especialmente en la manera en que se han comportado dichas medidas durante la crisis financiera. Estas medidas de expectativas de mercado permiten al banco central entender mejor el clima y el comportamiento de los mercados. También amplían el conjunto de información del banco central y han demostrado ser especialmente relevantes durante períodos de tensión en los mercados financieros.*

## I INTRODUCCIÓN

Desde agosto de 2007 han sido habituales los episodios de intensa volatilidad en los mercados financieros. Efectivamente, desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros y la crisis económica y financiera, la mayoría de los precios de los activos financieros han experimentado cambios significativos, y la incertidumbre del mercado sobre los precios futuros de los activos se ha intensificado sustancialmente. Como reflejo de las reacciones de los inversores a las noticias y a los acontecimientos que se estaban produciendo en ese momento, las fluctuaciones de los precios de los activos financieros y los riesgos percibidos proporcionan una importante fuente de información adicional para el análisis económico y financiero.

En este artículo se analiza la estimación de las probabilidades que los participantes en los mercados asignan a la evolución futura de un precio de activo concreto. El conjunto de posibles resultados futuros y las probabilidades que se les asignan definen una función de densidad, como las que se presentan en el gráfico 1. Más concretamente, este artículo muestra cómo la extracción de densidades a partir de los precios de las opciones puede aplicarse a los tipos de interés a corto plazo y a los precios de las acciones y examina la importancia de su contenido informativo para el análisis realizado en el BCE. En resumen, esta importancia se debe a varios factores. En primer lugar, como el objetivo del BCE es controlar los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo, presta especial aten-

ción al seguimiento de la evolución de los tipos de interés a corto plazo y de las expectativas asociadas a ellos<sup>1</sup>. En segundo lugar, los precios de las acciones reflejan los beneficios empresariales esperados, por lo que pueden proporcionar información de utilidad para valorar las expectativas de los inversores sobre la actividad económica. Por último, los precios de las acciones pueden influir —entre otras cosas— en el gasto en consumo a través de los efectos en la riqueza financiera y en la confianza. Finalmente, las expectativas sobre la evolución futura del mercado de valores aportan información valiosa sobre los riesgos y el nivel de confianza del mercado, así como sobre las perspectivas de la economía y del mercado financiero<sup>2</sup>.

En general, este artículo pone de manifiesto que el seguimiento regular de la evolución de las expectativas puede proporcionar información de utilidad para el análisis económico y financiero. La estructura del artículo es la siguiente: en la sección 2 se explica brevemente la metodología utilizada para extraer información de los precios de las opciones; y en la secciones 3 y 4 se presenta la aplicación de este método tanto a los mercados monetarios como de valores, prestando una atención especial a su contenido informativo.

1 Para información sobre la extracción de información de los tipos de interés, véase el artículo titulado «El contenido informativo de los tipos de interés y de sus derivados para la política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2000.

2 Para una información más detallada, véase el artículo titulado «Obtención de información a partir del precio de los activos financieros», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2004.

## 2 EXTRACCIÓN DE INFORMACIÓN DE LAS OPCIONES

En esta sección se explica la extracción de información de las opciones y la interpretación de la función de densidad de probabilidad resultante. El recuadro describe brevemente la metodología financiera y estadística utilizada para la extracción.

Las técnicas presentadas en las siguientes secciones tratan de las medidas de incertidumbre empleadas para valorar las expectativas del mercado sobre la evolución futura de un tipo de interés a corto plazo (EURIBOR a tres meses) y de un índice bursátil de la zona del euro (índice EURO STOXX 50). Estos indicadores se han seleccionado porque los mayores

niveles de liquidez existentes en estos mercados permiten la extracción diaria de señales de un gran número de operaciones individuales.

El hecho de que los precios de las opciones incorporen los pronósticos de los inversores sobre las situaciones futuras hace que este instrumento sea muy adecuado para la extracción de expectativas y la cuantificación de la incertidumbre. La riqueza de información que se deriva de utilizar todos los datos disponibles sobre los precios de todas las opciones pertinentes (véase más adelante), como los futuros sobre tipos de interés, de un día dado, se puede resumir dentro de una distribución de probabilidad que representa el rango completo de expectativas sobre un tipo de interés en un período futuro dado.

### Recuadro

#### PANORÁMICA DE LA TERMINOLOGÍA FINANCIERA Y ESTADÍSTICA

##### Futuros y opciones sobre futuros

Los instrumentos derivados —y sobre todo las opciones sobre futuros que se tratan en este artículo— son instrumentos financieros adecuados para extraer medidas de incertidumbre y su distribución en torno a las expectativas de mercado centrales. En este recuadro se describen brevemente las principales características de los contratos de futuros y de opciones sobre futuros. Además, en él se definen los indicadores estadísticos que se utilizan en este artículo para extraer las medidas de incertidumbre.

Un contrato de futuros es un contrato normalizado entre dos partes que acuerdan, respectivamente, comprar y vender una cantidad fija de un activo determinado con una calidad estandarizada en una fecha y a un precio especificado previamente (este último se denomina «precio del futuro»). Estos contratos se negocian en las bolsas de futuros. En el caso del EURIBOR a tres meses y del índice Dow Jones EURO STOXX 50, estos contratos se negocian en Euronext y Eurex, respectivamente<sup>1</sup>. El precio de entrega acordado previamente se establece de tal manera que el valor inicial del contrato es cero, y el precio de entrega correspondiente es el precio del futuro.

Una opción sobre futuros es un instrumento que da derecho —pero no obliga— a su propietario a comprar o vender un contrato de futuros concreto a un precio específico en una fecha de vencimiento determinada, o antes de esa fecha. Hay dos tipos de opciones sobre futuros: una «opción de compra» otorga al tenedor el derecho de adquirir un contrato de futuros dado, mientras que una «opción de venta» concede al tenedor el derecho de venderlo. Así pues, el vendedor de la opción acuerda vender

<sup>1</sup> Euronext NV es un mercado de valores paneuropeo con sede en Ámsterdam y filiales en Bélgica, Francia, Países Bajos, Portugal y Reino Unido. Eurex es una bolsa de derivados gestionada conjuntamente por Deutsche Börse AG y SIX Swiss Exchange. Está radicada en Fráncfort del Meno y cuenta con oficinas de representación en todo el mundo.

un contrato de futuros determinado (en el caso de la opción de compra) o comprarlo (en el caso de un opción de venta), a un precio específico, en caso de que el propietario de la opción decida ejercerla.

### Estimación de las densidades implícitas

Este párrafo explica brevemente cómo las densidades implícitas pueden estimarse utilizando precios de mercado observables de opciones y de futuros. Si bien existen distintas técnicas para estimar las densidades implícitas, aquí nos centramos en el método utilizado para obtener las densidades implícitas que se presenta en este artículo. Black y Scholes definieron el precio de una opción de compra europea en el momento  $t$  como:

$$C(F_t, K, \tau) e^{-r\tau} \int_k^{\infty} f(F_T) (F_T - K) dF_T$$

donde  $C$  es la función de compra,  $K$  es el precio de ejercicio de la opción,  $r$  es el tipo de interés sin riesgo,  $F_t$  es el valor del futuro subyacente en el momento  $t$  y  $f(F_T)$  es la densidad implícita que describe los posibles resultados del futuro subyacente en el momento  $T$ . El momento hasta el vencimiento  $\tau$  de la opción es igual a  $T - t$ . En la práctica, la tarea de estimar una densidad implícita consiste en estimar una función del precio de una opción de compra dos veces diferenciable, como explican Breeden y Litzenberger (1978)<sup>2</sup>. Sin embargo, esto no puede aplicarse directamente, porque solo se observan los precios de las opciones para un conjunto discreto de precios de ejercicio, más que una función continua y dos veces diferenciable. De hecho, si se toma la segunda derivada de una función del precio de una opción de compra estimada directamente, la interpolación a través del conjunto discreto de datos sobre primas de opciones y precios de ejercicio puede llevar en ocasiones a densidades implícitas inestables o inexactas. En su lugar, Bliss y Panigirtzoglou<sup>3</sup> han sugerido que se pueden obtener mejores resultados si, antes de la interpolación, los datos sobre primas de opciones y precios de ejercicio se transforman en valores delta de la volatilidad implícita. La volatilidad implícita se calcula invirtiendo la fórmula de Black-Scholes en el sentido de que, dado el precio observado de la opción, se puede obtener un valor para la volatilidad que da lugar a un precio de la opción que se corresponde con el precio de mercado. La delta de una opción mide la tasa de variación del precio de la opción en relación con los cambios en el precio del activo subyacente. Por ejemplo, con las opciones de compra, una delta de 0,4 significa que para cada incremento de una unidad en el activo subyacente, la opción de compra aumentará 0,4 unidades. En el caso de las opciones de venta, la delta se define siempre en el intervalo  $[0, 1]$ , mientras que en las opciones de compra, se define en el intervalo  $[-1, 0]$ .

### Momentos estadísticos y percentiles

La media y la varianza de la densidad implícita son los dos primeros momentos estadísticos. Proporcionan información sobre la tendencia central y sobre la amplitud de la función de densidad de probabilidad. La raíz cuadrada de la varianza es la desviación típica. Los coeficientes de asimetría y de curtosis son el tercer y cuarto momento y también facilitan información sobre la forma de la densidad.

El coeficiente de asimetría es una medida del grado de asimetría de la forma que presenta una función de densidad de probabilidad dada. La asimetría puede ser positiva o negativa. Es negativa cuando la

2 Véase D. Breeden y R. Litzenberger, «Prices of state-contingent claims implicit in option prices», *Journal of Business*, vol. 51, n.º 4, 1978, pp. 621-651.

3 Véase R. Bliss y N. Panigirtzoglou, «Testing the stability of implied probability density functions», *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, 2002, pp. 381-422.

cola a la izquierda de la densidad implícita es más larga que la de la derecha, como consecuencia de que más participantes en el mercado esperan que los valores de los tipos de interés se sitúen por encima de la media que por debajo de ella. Una asimetría positiva, con la cola más larga hacia la derecha de la función de densidad, significa lo contrario. Un valor cero indica que los valores están distribuidos por igual a ambos lados de la media, lo que implica habitual, aunque no necesariamente, una densidad simétrica.

El coeficiente de curtosis es una medida del «apuntamiento» de una función de densidad de probabilidad. Una curtosis más elevada quiere decir que gran parte de la varianza es resultado de variaciones infrecuentes pero extremas, frente a variaciones frecuentes pero moderadas. Desde un punto de vista económico, el coeficiente de curtosis cuantifica la probabilidad que asignan los participantes en el mercado a los resultados más extremos, en comparación con los resultados en la zona central de la densidad.

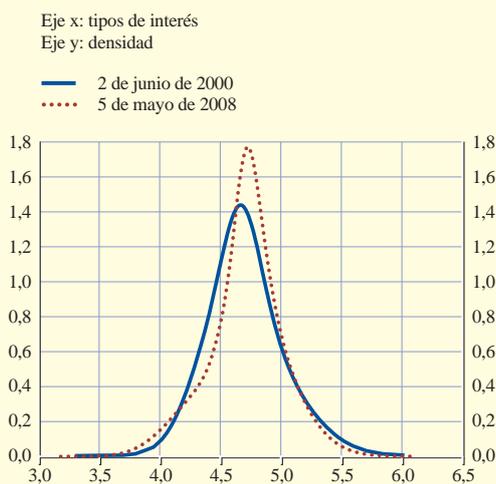
Un percentil es el valor de una variable por debajo del cual se sitúa un determinado porcentaje de observaciones. Así, el décimo percentil es el valor por debajo del cual se pueden encontrar el 10% de las observaciones. El quincuagésimo percentil divide la función de densidad de probabilidad en dos mitades con la misma masa y se corresponde con la mediana de la distribución.

La función de densidad implícita de la opción ofrece mayor información sobre las variaciones esperadas en el valor de un activo subyacente por los participantes en el mercado, que utiliza habitualmente medidas (como los futuros) que recogen solamente el consenso del mercado en lo que se refiere a las expectativas. Por ejemplo, la amplitud de una función de densidad implícita en torno a su valor central designa el rango de precios esperados a los que se ha asignado una cierta probabilidad distinta de cero, proporcionando con ello indicios sobre el nivel de incertidumbre que rodea al valor central esperado en un momento determinado. En términos estadísticos, la desviación típica de la densidad implícita recoge esta incertidumbre. Además, suele ocurrir que la función de densidad de probabilidad es asimétrica; es decir, se asignan distintas masas de probabilidad a resultados que se sitúan por encima o por debajo de la expectativa central. Desde un punto de vista estadístico, esta asimetría es captada por el coeficiente de asimetría de la densidad. Una asimetría positiva apunta a la percepción de que es más probable que los resultados se encuentren por debajo de la expectativa central, en lugar de por encima de ella, mientras que una asimetría negativa indica lo contrario. Por otra parte, en periodos de tensiones financieras, los participantes en el mercado podrían considerar que los resultados más extremos son más probables que los resultados en la zona central de la densidad. La curtosis de la densidad cuantifica esta tendencia.

En el gráfico 1 se presentan dos ejemplos sencillos de dichas densidades implícitas, utilizando expectativas sobre el EURIBOR a tres meses dentro de tres meses, calculadas en dos fechas diferentes. Aunque estas dos densidades implícitas tienen la misma media y la misma desviación típica dentro de tres meses, la incertidumbre en torno a la media difiere absolutamente. La función de densidad implícita que se representa en azul es positivamente asimétrica, lo que significa que más participantes en el mercado esperan que los resultados de los tipos de interés se sitúen por debajo de la media que por encima. Por el contrario, la función de

densidad implícita que se representa en rojo es negativamente asimétrica, lo que quiere decir que la masa de la densidad está más concentrada alrededor de los tipos de interés más elevados, reflejando con ello el hecho de que más participantes en el mercado esperan que los tipos de interés estén por encima de la medida que por debajo. Esta diferencia en la forma de la curva se explica por la variación de las expectativas del mercado y por los niveles de incertidumbre en torno a las dos fechas dadas.

Como esta función de densidad presenta la probabilidad neutral al riesgo (es decir, la probabilidad

**Gráfico 1 Funciones de densidad implícitas en dos fechas concretas**

Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

independiente de que los inversores sean aversos al riesgo o lo busquen) que el mercado asigna a todos los posibles resultados, constituye una medida cuantitativa de la valoración que hace el mercado de los riesgos en torno a los tipos de interés futuros, tanto en términos de magnitud como de sesgo direccional. No obstante, la densidad implícita es únicamente una aproximación de las expectativas reales, porque la aversión al riesgo es una variable no observada y, por lo tanto, no es tenida en cuenta. Esta función de densidad implícita puede obtenerse utilizando una variedad de métodos diferentes. La evidencia empírica ha puesto de manifiesto que, aunque estos métodos pueden ser distintos en cuanto a las colas de las densidades, en general no hay grandes diferencias cuando se compararan las zonas centrales de las funciones de densidad de probabilidad implícitas estimadas. Debido a su robustez y estabilidad, la técnica que se ha seleccionado de entre todas las disponibles para obtener las densidades implícitas en este artículo ha sido una técnica no paramétrica<sup>3</sup>.

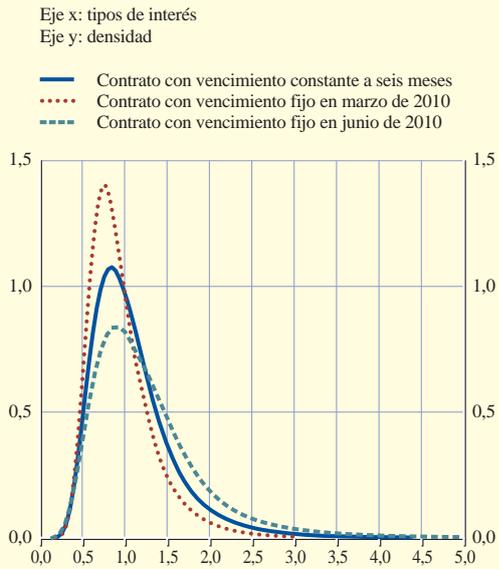
### CÓMO HACER QUE LAS MEDIDAS DE INCERTIDUMBRE SEAN COMPARABLES EN EL TIEMPO

Diariamente se negocian distintos tipos de contratos de opciones sobre futuros con fecha de vencimiento fija para el EURIBOR a tres meses y

el índice Dow Jones EURO STOXX 50. En 2009, se negociaron en Euronext aproximadamente 100.000 opciones sobre futuros, registrándose un volumen de negociación medio diario cercano a los 500 contratos. Cada uno de ellos vence el mismo día que el contrato de futuros subyacente. En general, cuanto más cerca esté la fecha de vencimiento de la opción —es decir, cuanto más cerca esté el «futuro» del presente— menor será el grado de incertidumbre sobre el posible resultado del futuro subyacente. Así pues, el nivel de incertidumbre incorporado en la densidad de probabilidad implícita también tiende a reducirse al irse aproximando la fecha de vencimiento. Por consiguiente, en los días inmediatamente anteriores a esa fecha apenas se negocian contratos, si es que se negocia alguno. Y, lo que es más importante, el patrón temporal resultante de una amplitud de la densidad decreciente hace que comparar a lo largo del tiempo las densidades implícitas relativas al mismo contrato con fecha de vencimiento fija pueda llevar a conclusiones erróneas. Una solución que se suele utilizar para permitir la comparación de las densidades implícitas a lo largo del tiempo consiste en estimar «funciones de densidad de probabilidad implícitas con plazos de vencimiento constantes». Mediante la interpolación, se construye una medida artificial que proporciona diariamente una señal para un período futuro, que habitualmente se fija en un horizonte de tres, seis o nueve meses, un año o un año y medio. Estas interpolaciones permiten el análisis de una señal con sentido económico al corregir el patrón general de que la incertidumbre normalmente se reduce cuanto más se aproxima al presente la fecha de vencimiento. Esta interpolación se lleva a cabo en todas las volatilidades implícitas de los contratos con la misma delta (es decir, la misma tasa de variación del precio de la opción en relación con las variaciones del precio del activo subyacente), pero con vencimiento diferentes (véase recuadro). El principio esquemático definitivo de esta interpolación se presenta en el gráfico 2, que

3 Para una descripción detallada de la metodología subyacente utilizada para construir las funciones de densidad de probabilidad implícitas, véase R. de Vincent y J. M. Puigvert Gutiérrez, *A quantitative mirror on the EURIBOR market using implied probability density functions*, Working Paper Series, n.º 1281, BCE, 2010.

**Gráfico 2 Interpolación para obtener una función de densidad de probabilidad con plazo de vencimiento constante a seis meses el 27 de octubre de 2009**



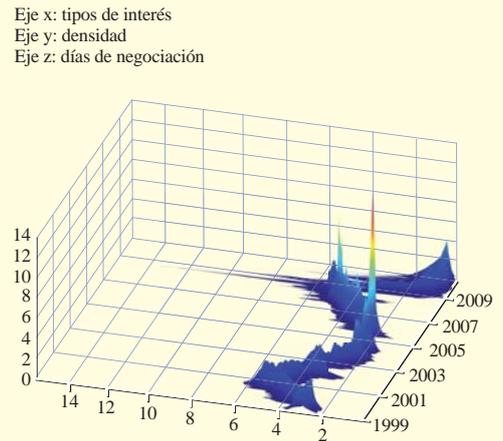
Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

muestra la interpolación de una densidad implícita con plazo de vencimiento constante a seis meses el 27 de octubre de 2009. El análisis que se efectúa en el resto del artículo se basa en densidades interpoladas con plazo de vencimiento constante.

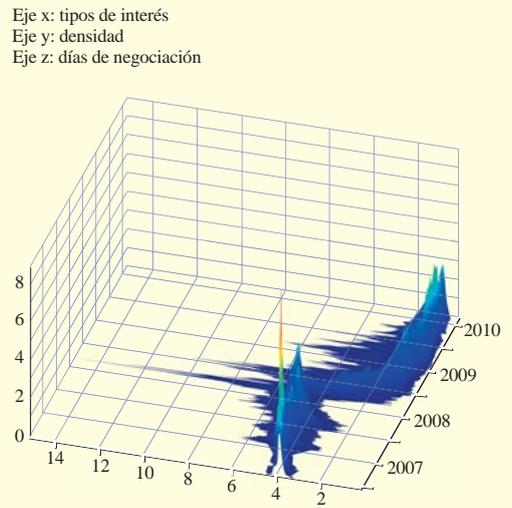
Al representar juntas, en un espacio tridimensional, las funciones de densidad implícitas diarias con plazo de vencimiento constante a seis meses desde la fecha de negociación inicial, el 13 de enero de 1999, hasta el momento actual (véase la parte superior del gráfico 3), se puede demostrar la evolución de la función de densidad implícita con plazo de vencimiento constante a tres meses a lo largo del tiempo, mostrando las expectativas sobre el tipos de interés en una dimensión, la densidad en otra y el tiempo en la tercera. No solo varían las densidades en términos de sus expectativas centrales, sino que su amplitud y asimetría también cambian en el tiempo de manera significativa, indicando periodos de distinta incertidumbre y asimetría en las expectativas. En concreto, en la parte inferior del gráfico 3 se observa la manera en la que cambiaron estas densidades durante la crisis financiera.

**Gráfico 3 Densidades implícitas con plazo de vencimiento constante a tres meses**

(observaciones diarias; 1999-2010)



(observaciones diarias; 2007-2010)



Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

### ¿QUÉ OPCIONES HAN DE UTILIZARSE PARA OBTENER LAS DENSIDADES IMPLÍCITAS?

La negociación de opciones supone habitualmente la negociación de opciones de compra y de venta con un precio de ejercicio mayor o menor, respectivamente, que el precio actual de los futuros subyacentes. Se conocen como opciones de compra y de venta «out-of-the-money». Estas opciones suelen ser más líquidas que las opciones

de compra y de venta con el mismo precio de ejercicio (es decir, «in-the-money») y, son, por lo tanto, más representativas. Así pues, las densidades implícitas se construyen mejor utilizando solamente los precios de las opciones que estén «out of the money» o «at the money» (estas son opciones en las que el precio *forward* actual del activo subyacente es igual al precio de ejercicio de la opción).

Además, en los datos de precios se realizan otros tres tipos de comprobaciones de su calidad. En primer lugar, como una comprobación básica de credibilidad, se excluyen los precios de opciones cuyo valor sea igual a cero o negativo. En segundo lugar, de acuerdo con la teoría de valoración de opciones, una función del precio de las opciones debe ser tanto monótonica como convexa para generar estimaciones de probabilidad no negativas. Así pues, también se excluirá cualquier precio de opciones que no permita que se cumplan estos requerimientos. En tercer lugar, si tras la aplicación de los dos filtros anteriores, hay menos de tres precios de opciones «out-of-the-money» para una fecha de vencimiento concreta (es decir, se dispone de demasiado pocas observaciones), no se estimará ninguna función de densidad de probabilidad implícita para esa fecha. Aunque depende en gran medida del contrato con plazo de vencimiento fijo y de la fecha de negociación, en última instancia quedan excluidas alrededor del 40% de las opciones seleccionadas inicialmente.

Por último, hay que añadir una importante salvedad a la interpretación de las señales extraídas de los contratos que dependen de las previsiones del tipo de interés o de la evolución económica esperada. Efectivamente, los precios de los activos y los contratos de opciones relevantes podrían verse influidos, de manera transitoria, por factores no fundamentales, que incluyen características técnicas de mercados específicos o desequilibrios temporales entre los distintos tipos de agentes. Es fundamental que dichas «distorsiones» se tomen en consideración al efectuar una interpretación económica de la señal. (En la sección 3 pueden encontrarse algunos ejemplos tomados de la crisis financiera.)

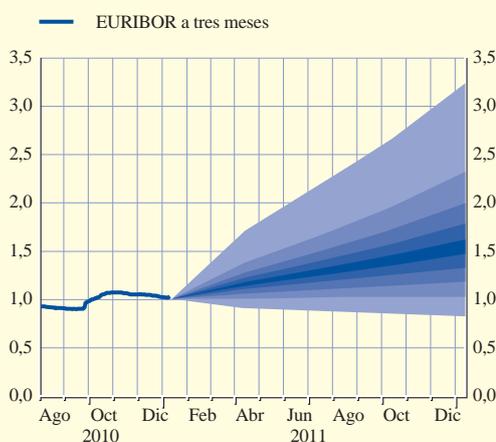
### 3 EXPECTATIVAS E INCERTIDUMBRE EN EL MERCADO MONETARIO DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

En esta sección se aplica el estimador de densidades al EURIBOR a tres meses —es decir, un tipo de interés aplicado a la financiación sin garantías—. Se examina la evolución, durante la crisis, de las expectativas del mercado sobre la senda futura de este tipo de interés y se destaca su contenido informativo. Este tipo de interés a corto plazo constituye un buen ejemplo, aunque se obtiene un cuadro más completo cuando se efectúa un seguimiento de las expectativas de tipos de interés de distintos instrumentos y a vencimientos diferentes.

Las densidades implícitas calculadas para varios horizontes futuros nos proporcionan una rápida visión de las expectativas de mercado en un momento determinado y pueden aportar información adicional al banco central. En el gráfico 4 se representa la probabilidad de varios resultados para el EURIBOR a tres meses durante el próximo año. La línea continua muestra la senda del EURIBOR a tres meses en los últimos meses. El gráfico de

Gráfico 4 EURIBOR a tres meses y expectativas durante el próximo año

(porcentaje anual)



Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

Notas: La línea continua muestra el EURIBOR a tres meses hasta el 14 de enero de 2011. El gráfico de abanico representa las expectativas y la incertidumbre sobre la evolución del EURIBOR a tres meses en el próximo año, basándose en los precios de las opciones observados el 4 de enero de 2011.

abánico muestra las expectativas relativas al resultado futuro, obtenidas a partir de las densidades implícitas para el próximo año. Cada banda del gráfico de abanico representa el 10% de las expectativas. La banda central predice un incremento gradual del EURIBOR a tres meses a lo largo del tiempo. La amplitud de una banda aumenta con el horizonte de las expectativas a causa del mayor nivel de incertidumbre en torno a su evolución en momentos más distantes en el tiempo. Las bandas situadas por encima y por debajo de la banda central pueden también diferir en cuanto a su amplitud. Efectivamente, en el gráfico 4 las bandas son claramente más anchas por encima de la expectativa central, lo que indica que actualmente se considera que el riesgo de que se produzcan cambios más importantes en el tipo de interés tiende más al alza que a la baja. Ello está relacionado directamente con la asimetría de las densidades implícitas subyacentes, como puede deducirse de la densidad implícita del gráfico 5, que refleja la expectativa a tres meses vista registrada el 4 de enero de 2011 (véase la línea verde discontinua de la parte derecha del gráfico).

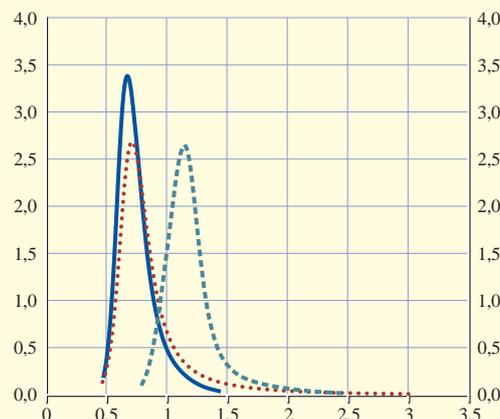
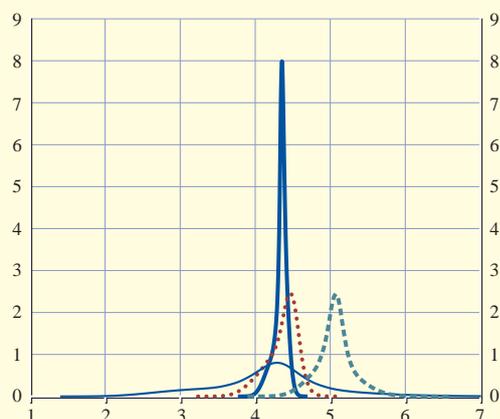
En épocas normales, este tipo de medida facilita información sobre el rango de las expectativas formuladas por los participantes en el mercado respecto a las decisiones futuras sobre los tipos de interés oficiales. Sin embargo, la crisis financiera ha sesgado la información que puede extraerse de los tipos EURIBOR por dos motivos. En primer lugar, hubo momentos durante la crisis en que los tipos de interés aplicados a la financiación sin garantías incorporaban una prima de riesgo considerable (es decir, la compensación mínima que los participantes en el mercado exigen para asumir el riesgo de proporcionar dicha financiación), lo que afectó al nivel del EURIBOR. En segundo lugar, la incertidumbre en torno a la evolución futura de esta prima de riesgo hizo aumentar la preocupación sobre los niveles futuros del EURIBOR. En general, aunque las densidades implícitas se obtienen utilizando un enfoque neutral al riesgo, recogen el riesgo al reflejar la presencia de una mayor aversión al riesgo y de la prima de riesgo incorporada al EURIBOR. Ello implica, por lo tanto, que dichas densidades implícitas contienen información valiosa sobre las tensiones en los mercados financieros.

**Gráfico 5 Densidades implícitas del EURIBOR a tres meses a tres meses vista**

Eje x: tipos de interés  
Eje y: densidad

— 4 de junio de 2007  
 ..... 10 de agosto de 2007  
 - - - 1 de septiembre de 2008  
 — 8 de octubre de 2008

— 1 de abril de 2010  
 ..... 20 de mayo de 2010  
 - - - 14 de enero de 2011



Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

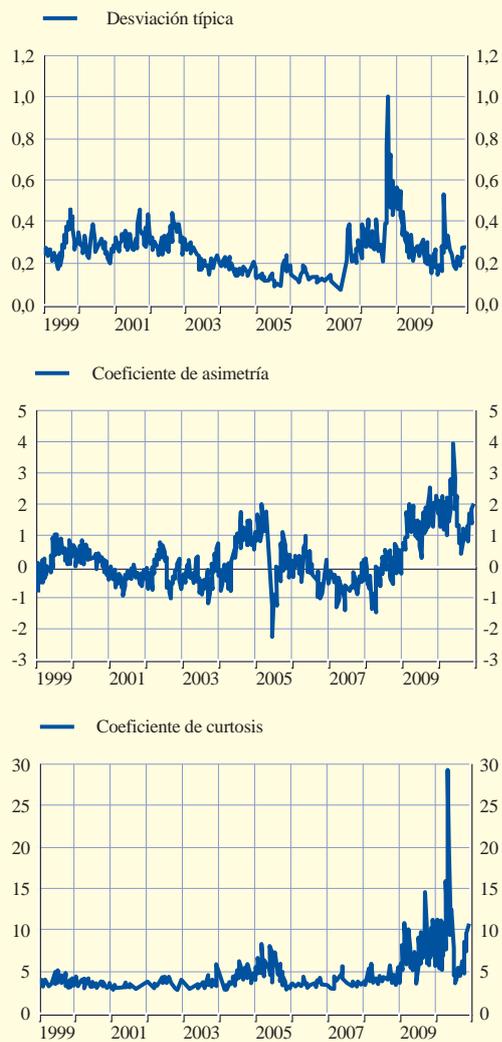
El gráfico 5 presenta las densidades implícitas del EURIBOR a tres meses a tres meses vista en días distintos durante la crisis financiera. Las densidades muestran considerables diferencias a lo largo del tiempo, debido a la variación de las expectativas sobre las decisiones futuras relativas a los tipos de interés oficiales y a las primas de riesgo contenidas en el EURIBOR. La densidad en junio de 2007 (véase la línea gruesa de color azul) muestra que, antes de la crisis, las expectativas estaban mucho más concentradas en torno a un pequeño conjunto de resultados. Al comienzo de la crisis en agosto de 2007 (línea roja punteada), la incertidumbre, que se observa en la amplitud de la densidad, se intensificó considerablemente. La media y la amplitud aumentaron como consecuencia, respectivamente, de las mayores primas de riesgo y de la incertidumbre asociada. Más tarde, la media se elevó de nuevo con el incremento de los tipos de interés oficiales que se produjo en julio de 2008. En la época en que se efectuó el primer recorte de los tipos de interés oficiales en octubre de 2008 (línea delgada de color azul), tras la quiebra de Lehman Brothers, la incertidumbre sobre los tipos EURIBOR futuros alcanzó un nivel muy elevado. El consenso del mercado, medido por la media, ya era menor en ese momento, en comparación con el mes anterior (línea verde discontinua), lo que reflejaba expectativas de recortes en los tipos de interés oficiales. Las condiciones del mercado mejoraron gradualmente a partir de entonces como reacción a las medidas no convencionales adoptadas por el Eurosistema en respuesta a las considerables presiones existentes en los mercados de financiación y a los recortes secuenciales en los tipos oficiales. Esta tendencia continuó hasta la crisis de la deuda soberana de la primavera de 2010. En abril de 2010 (línea gruesa de color azul), la densidad fue asimétrica, con un cola larga hacia la derecha, lo que implicaba que los participantes en el mercados consideraban probable que se producirían aumentos sustanciales en el EURIBOR a tres meses en los meses siguientes, mucho más que reducciones de la misma magnitud. En el contexto de la crisis, esta mayor probabilidad asignada por los participantes en el mercado a una subida de los tipos EURIBOR se debió muy posiblemente a la expectativa de que era más probable que se registrara un

incremento de la prima de riesgo. Esta asimetría pasó a ser significativa en el punto álgido de la crisis de la deuda soberana (línea roja discontinua), cuando un mayor número de participantes en el mercado esperaba que el tipo de interés registrara fuertes movimientos al alza —en otras palabras, resultados adversos en el mercado monetario y elevadas primas de riesgo—. En comparación, la reciente densidad de enero de 2011 (línea verde discontinua) mostraba una asimetría menor, como consecuencia de una disminución de la incertidumbre en torno a la prima de riesgo, y se ha desplazado hacia tipos de interés ligeramente más altos, tras la evolución de los tipos de interés de los mercados monetarios, pero, en general, el grado de incertidumbre sigue siendo elevado.

Como se explica en la sección 2, los grados de incertidumbre y de asimetría quedan recogidos, respectivamente, por la desviación típica y por el coeficiente de asimetría de una función de densidad. Un tercer indicador, el coeficiente de curtosis refleja la probabilidad asignada por los participantes en el mercado a resultados extremos. En el gráfico 6 se presenta la historia de estos estadísticos descriptivos, que cuantifican la evolución de densidades implícitas concretas (como las del gráfico 5) y facilitan su comparación a lo largo del tiempo. Si nos centramos de nuevo en el período de crisis financiera, destaca claramente la evolución de las densidades implícitas en ese momento.

Los estadísticos proporcionan información valiosa sobre la situación del mercado monetario y sobre el impacto de las medidas de política monetaria. La desviación típica, como medida de incertidumbre, capta bien los momentos críticos de la crisis. La desviación típica aumentó al inicio de las tensiones observadas en el mercado en el verano de 2007, tras alcanzar un nivel históricamente bajo a comienzos de ese año. Cuando se produjo la quiebra de Lehman Brothers, pasó a registrar un nivel extremadamente elevado. Tras una serie de recortes en los tipos de interés oficiales y de la aplicación de medidas no convencionales por parte del Eurosistema, y también después de que se adoptaran medidas similares en todo el mundo, la desviación típica comenzó a

**Gráfico 6** Desviación típica y coeficientes de asimetría y de curtosis de las densidades implícitas del EURIBOR a tres meses a tres meses vista



Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

normalizarse gradualmente<sup>4</sup>. Este hecho muestra cómo estos indicadores podrían utilizarse también para evaluar el impacto de las medidas no convencionales y los anuncios relacionados con ellas. En el momento en que se produjo la crisis de la deuda soberana en mayo de 2010, la desviación típica mostraba otra acusada subida.

El coeficiente de asimetría también aumentó durante la crisis financiera, siendo especialmente

pronunciado después de 2009, y alcanzando niveles extremos durante la crisis de la deuda soberana. Esto implica que los participantes en el mercado consideraban que era más probable que anteriormente que se produjeran fuertes movimientos al alza del EURIBOR a tres meses que movimientos a la baja de la misma magnitud, lo que reflejaba la existencia de expectativas adversas sobre la evolución futura de los mercados monetarios. La mayor probabilidad que se asignaba a los resultados extremos también influyó en el aumento que se observó en el coeficiente de curtosis. Además, estos estadísticos muestran que a medida que los tipos de interés oficiales se aproximaban a sus máximos, el coeficiente de asimetría (y el coeficiente de curtosis) reflejaba las tensiones en los mercados de manera más estrecha que la desviación típica. Los acontecimientos de comienzos de mayo de 2010 también provocaron la rápida adopción de medidas por parte de las autoridades fiscales y monetarias, que condujeron a la normalización de estos dos coeficientes<sup>5</sup>.

Para clasificar las densidades, y, por tanto, las expectativas que representan, como excepcionales o reveladoras es necesaria una referencia que pueda considerarse neutral. La densidad normal es un candidato natural para ser una referencia neutral con la que comparar las densidades implícitas. Desde un punto de vista estadístico, con la densidad normal las expectativas son simétricas en torno

4 Durante el período comprendido entre el 8 de octubre de 2008 y el 7 de mayo de 2009, los tipos oficiales del BCE se recortaron 2,25 puntos porcentuales. Se introdujeron una serie de medidas no convencionales, entre las que se encuentran el paso a un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiación semanales, medidas para mejorar la liquidez en determinados mercados de divisas a corto plazo, la ampliación del sistema de activos de garantía, la mejora de la provisión de financiación a largo plazo y el programa de adquisiciones de bonos garantizados.

5 El 10 de mayo de 2010, el BCE —con el fin de restablecer las condiciones necesarias para una ejecución efectiva de la política monetaria orientada a la estabilidad de precios a medio plazo y, en particular, de apoyar el mecanismo de transmisión de la política monetaria— anunció la introducción de varias medidas, entre ellas las intervenciones en los mercados de deuda pública y privada de la zona del euro (conforme al Programa para los Mercados de Valores), la reactivación de las líneas *swap* con la Reserva Federal y la introducción de operaciones de inyección de liquidez adicionales. Para una información más detallada de las medidas del BCE en las distintas etapas de la crisis, véase el artículo titulado «La respuesta del BCE a la crisis financiera», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2010.

a la media, reflejando el hecho de que los participantes no disponen de información que les lleve a creer que un cambio en una dirección es más probable que un cambio en la otra, o que sea muy probable que se produzcan cambios más importantes (es decir, el coeficiente de asimetría es cero y el de curtosis equivale a tres). Sin embargo, la literatura financiera de carácter empírico ha mostrado que, con frecuencia, los precios de los instrumentos financieros no están distribuidos según la densidad normal. El gráfico 7 ilustra la historia de seis percentiles de las densidades como líneas horizontales, junto con los valores esperados de acuerdo con la densidad normal. Se espera que los percentiles, seleccionados de la zona central de la densidad, estén cerca de los valores de la densidad normal. Cualquier desviación sustancial o persistente indicaría una evolución excepcional de las expectativas. Por ejemplo, la desviación persistente en varios percentiles con respecto a su valor esperado—un fenómeno que se observó a partir de mediados

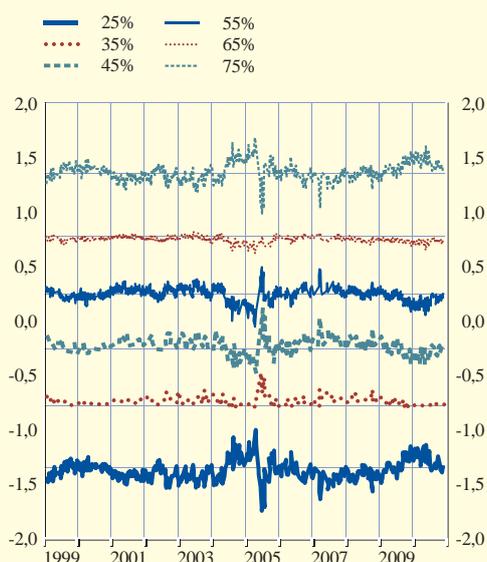
de 2009 y que continuó en 2010— confirma el carácter excepcional de la evolución de las expectativas, como se comenta más arriba.

#### 4 EXPECTATIVAS DE LOS MERCADOS DE VALORES Y RIESGOS DURANTE LA CRISIS FINANCIERA

Las medidas del nivel de riesgo del mercado de valores, tal y como lo perciben los inversores, ayudan a evaluar la evolución de este mercado. Al extraer las densidades implícitas de las opciones sobre el índice bursátil, se pueden estimar las percepciones de los inversores relativas a la incertidumbre existente en el mercado y al equilibrio de riesgos respecto al comportamiento futuro del mercado citado. En el contexto de la crisis financiera, dichas medidas fueron cruciales, pues aportaron indicios sobre la fragilidad percibida en la situación general del mercado de valores y señalaron posibles riesgos para la estabilidad financiera.

**Gráfico 7 Algunos percentiles de las densidades implícitas (centrados y normalizados)**

(seis percentiles de las densidades implícitas del EURIBOR a tres meses a tres meses vista)



Fuentes: NYSE Liffe y cálculos del BCE.

Notas: Cada observación diaria equivale al percentil observado restado de la media de los seis percentiles de ese día y dividido por la desviación típica de los seis percentiles correspondientes a ese día. Las líneas horizontales representan sus valores esperados, basados en la distribución típica normal.

Para obtener una idea general, el gráfico 8 presenta la evolución del índice bursátil de la zona del euro y los riesgos asociados en un horizonte de tres meses desde comienzos de 2008, mostrándose los percentiles de la densidad implícita en bandas de distinto color. Como se desprende de este gráfico, la incertidumbre continuó siendo elevada durante la crisis y los riesgos a la baja del índice bursátil futuro estuvieron presentes durante la mayor parte del período. Para ilustrarlo de forma más detallada, en lo que resta de esta sección se analiza la evolución de los riesgos percibidos durante dos episodios de inestabilidad financiera: la intensificación de la crisis financiera en el otoño de 2008 y la crisis de la deuda soberana en mayo de 2010.

#### LA INTENSIFICACIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA EN OTOÑO DE 2008

Durante el verano de 2008, se agravaron las preocupaciones de los inversores relativas a la salud del sistema financiero internacional y, sobre todo, de las principales entidades financieras de Estados Unidos, que culminaron en los acontecimientos de septiembre de ese año. En medio de una intensa aversión al riesgo, los mercados financieros inter-

nacionales experimentaron una volatilidad sin precedentes, y se hicieron bastante frecuentes unos movimientos diarios de los precios de las acciones excepcionalmente importantes<sup>6</sup>.

Para medir la evolución del clima del mercado, en el gráfico 9 se presentan las densidades implícitas del índice EURO STOXX 50 en tres momentos distintos: a finales de agosto de 2008 (línea azul); el 15 de septiembre de 2008 (línea roja punteada), cuando se anunció la quiebra de Lehman Brothers; y el 17 de diciembre de 2008 (línea verde discontinua), tras la adopción de la última medida del ciclo más reciente de relajación de la política monetaria de la Reserva Federal. Del gráfico 9 se pueden inferir tres características principales. En lo que se refiere a la tendencia central, el valor esperado del índice, previsto a tres meses vista, cayó en torno a 1000 puntos entre la primera y la última de estas fechas, en línea con el proceso de corrección en marcha en el mercado de valores.

Lo que es más importante, sin embargo, es que la estimación de las densidades implícitas también permite efectuar una evaluación de la evolución de

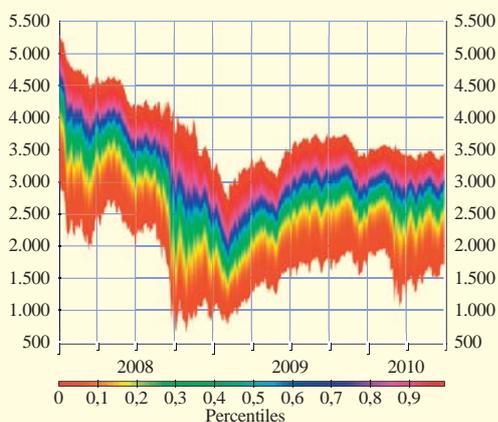
los riesgos percibidos en que se basan las expectativas revisadas de conformidad con la corrección del mercado. Por ejemplo, además de desplazarse gradualmente hacia la derecha, las densidades también se hicieron «más anchas» al ampliarse paulatinamente el rango de los posibles resultados. Este hecho sugiere que la corrección a la baja del nivel del índice registrado y esperado también se vio acompañada por un incremento de la incertidumbre. Dicho de manera más técnica, la desviación típica de la densidad aumentó significativamente al intensificarse la crisis económica y financiera.

Por otra parte, las densidades del gráfico 9 muestran asimismo que, además de que a medida de que avanzaba la crisis se revisaron el nivel esperado del índice y la incertidumbre que lo rodeaba, también se incrementaron las densidades. En concreto, puede observarse que, a lo largo del tiempo, la probabilidad asignada a los valores situados por debajo de la tendencia central se elevó claramente de forma gradual en relación con la asignada a los

6 Véase el recuadro titulado «Volatilidad anormalmente elevada en los mercados de valores mundiales», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008.

**Gráfico 8 Evolución de las expectativas sobre el índice EURO STOXX 50 a tres meses vista desde comienzos de 2008**

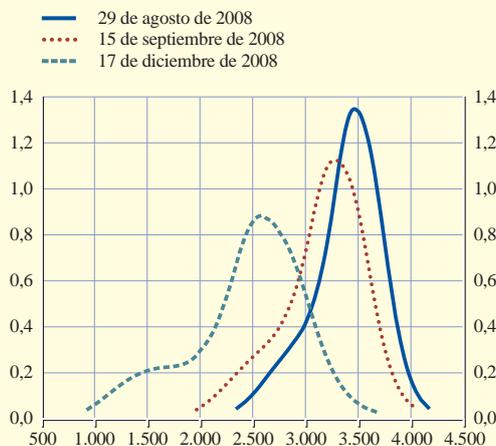
Eje x: días de negociación  
Eje y: índice bursátil



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

**Gráfico 9 Estimaciones de las funciones de densidad de probabilidad del índice EURO STOXX 50 a finales de 2008**

Eje x: índice bursátil  
Eje y: densidad



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

valores situados por encima de la tendencia central, es decir, que los riesgos a la baja tendieron a dominar estas densidades. Dicho de manera más técnica, las densidades pasaron a ser asimétricamente más negativas, lo que sugiere que, además de la revisión a la baja de los valores esperados del índice EURO STOXX 50, los inversores consideraron probable que las correcciones registradas fueran mayores que la expectativa central.

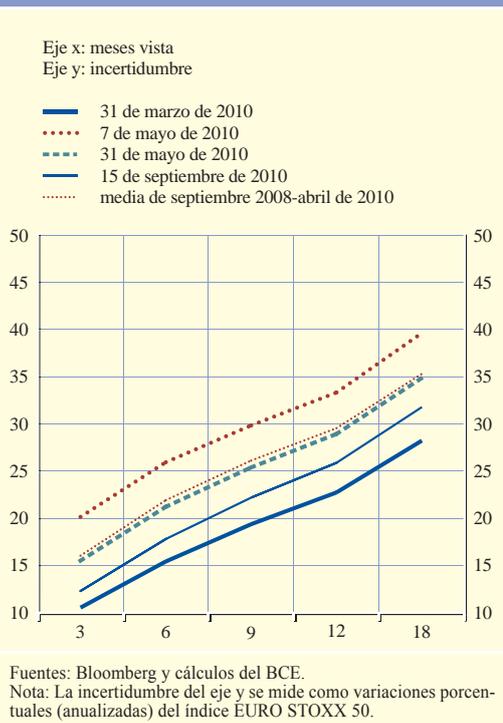
### LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EN LA ZONA DEL EURO EN LA PRIMAVERA DE 2010

Los avances observados en los principales mercados de valores durante el mes de marzo y la mayor parte de abril de 2010, cuando los índices bursátiles alcanzaron máximos históricos, revirtieron a finales de abril y mayo de 2010, debido a la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro (causada por la crisis griega, la rebaja de las calificaciones crediticias de la deuda portuguesa y española por parte de algunas agencias de calificación, etc.).<sup>7</sup> Aunque los precios de los activos financieros fueron los primeros en verse afectados, como consecuencia de la preocupación de que se produjera un posible deterioro del valor de la deuda pública mantenida en las carteras de las entidades de crédito, el descenso de los precios de las acciones se contagió a los precios de los activos no financieros a medida que se intensificaron las tensiones. También se contagió más allá de la zona de euro, sobre todo a Estados Unidos.

Aunque las tensiones en el mercado que caracterizaron la crisis de la deuda soberana tuvieron orígenes distintos a las de otoño de 2008, el cambio en el clima del mercado y el aumento de la aversión al riesgo entre los inversores fue de nuevo bastante importante.

En el gráfico 10 se ilustran los cambios ocurridos en la incertidumbre de los inversores desde finales de marzo de 2010. En primer lugar, la mejora en las perspectivas de la actividad económica mundial registrada desde comienzos de año se tradujo en avances en los principales índices bursátiles, y, de este modo, en línea con la mejora en el clima de mercado, a finales de marzo de 2010

Gráfico 10 Estructura temporal de la incertidumbre en torno al índice EURO STOXX 50



(véase la línea gruesa de color azul) la incertidumbre existente en el mercado de valores en todos los horizontes era significativamente menor que el nivel medio para el período comprendido entre septiembre de 2008, cuando se intensificó la crisis, y abril de 2010 (véase la línea roja discontinua). Sin embargo, la creciente preocupación sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro modificó este escenario. La incertidumbre existente en el mercado de valores se intensificó de manera gradual durante el mes de abril y comienzos de mayo de 2010, en medio de graves perturbaciones en algunos segmentos del mercado financiero, y se situó muy por encima de los niveles medios. La rápida reacción de las entidades europeas, así como las medidas adicionales para potenciar la consolidación fiscal adoptadas por los países que se vieron más seriamente afectados, contribuyeron a que se relajaran las tensiones en los mercados, y la

<sup>7</sup> Para detalles adicionales, véase el recuadro titulado «La evolución de los mercados financieros a principios de mayo», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2010.

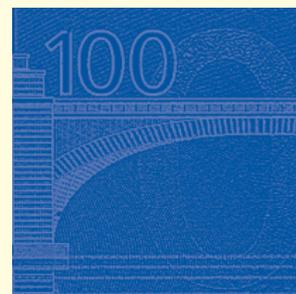
incertidumbre en los mercados de valores empezó a disminuir desde el máximo alcanzado el 7 de mayo. No obstante, esta disminución fue muy gradual y la incertidumbre solo volvió a los niveles medios observados durante la crisis a finales de mayo (véase la línea azul punteada) y se mantuvo elevada, tras la crisis de la deuda soberana, durante la mayor parte del verano de 2010 (véase la línea delgada de color azul).

## 5 CONCLUSIONES

En este artículo se ha mostrado que las expectativas de los participantes en el mercado y la incertidumbre existente en él en cuanto al curso futuro de los

precios de los activos representa una valiosa fuente de información para el análisis económico y financiero. Además, su contenido informativo es de especial importancia en épocas de tensiones en los mercados financieros. Las densidades implícitas extraídas de los precios de las opciones ayudan a reflejar de manera numérica la incertidumbre en torno al consenso existente en el mercado, lo que permite efectuar una evaluación completa de las expectativas de los inversores. Aunque, a efectos ilustrativos, este artículo aplica la extracción de densidades implícitas a un tipo de interés a corto plazo aplicado a la financiación sin garantías (el EURIBOR) y a un índice bursátil (el EURO STOXX 50), obviamente esta metodología puede extenderse a muchos otros instrumentos financieros.

# 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>

#### **AMPLIACIÓN DE LA ZONA DEL EURO EL 1 DE ENERO DE 2011 CON LA INCORPORACIÓN DE ESTONIA**

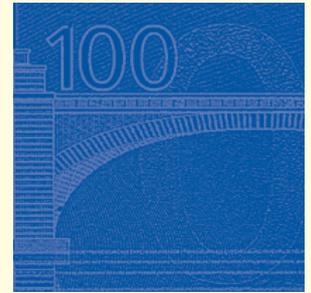
En enero de 2011, Estonia se incorporó a la zona del euro, elevándose a 17 el número de países pertenecientes a la zona del euro.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2011 se refieren al «Euro-17» (es decir, la zona del euro, incluida Estonia) para la serie temporal completa. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

En las Notas Generales, puede encontrarse más información sobre las composiciones por países, pasadas y presentes, de la zona del euro.

#### **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
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,4	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	.	0,81	3,36
2010 I	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,4	0,66	3,46
II	10,3	1,4	-0,1	-	0,2	4,3	0,69	3,03
III	7,9	1,8	0,7	-	1,0	2,2	0,87	2,67
IV	4,9	2,2	1,5	-	1,7	.	1,02	3,36
2010 Ago	7,8	2,1	1,2	0,8	1,3	2,6	0,90	2,48
Sep	6,2	2,0	1,1	1,1	1,3	2,2	0,88	2,67
Oct	4,9	2,1	1,1	1,4	1,5	2,0	1,00	2,86
Nov	4,6	2,3	2,1	1,6	2,0	3,2	1,04	3,11
Dic	4,4	2,2	1,7	.	1,9	.	1,02	3,36
2011 Ene	.	.	.	.	.	.	1,02	3,49

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo <sup>5)</sup>

	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
2009	0,3	-5,1	2,9	-4,1	-14,9	71,1	-1,9	9,5
2010	1,6	2,9	.	.	.	76,8	.	10,0
2010 II	1,5	3,0	1,6	2,0	9,0	76,5	-0,6	10,0
III	1,7	4,0	0,8	1,9	7,0	77,8	-0,2	10,0
IV	2,0	4,7	.	.	.	79,0	.	10,0
2010 Ago	1,6	3,6	-	-	8,5	-	-	10,1
Sep	1,8	4,3	-	-	5,5	-	-	10,0
Oct	1,9	4,4	-	-	7,2	78,1	-	10,1
Nov	1,9	4,5	-	-	7,7	-	-	10,0
Dic	2,2	5,3	-	-	.	-	-	10,0
2011 Ene	2,4	.	-	-	.	80,0	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

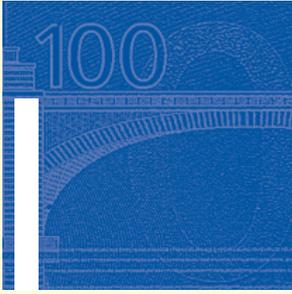
(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 <sup>6)</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
2009	-43,7	39,4	15,9	462,4	-16,2	116,4	111,7	110,6	1,3948
2010	.	.	.	591,1	.	.	104,6	102,9	1,3257
2010 I	-19,3	2,7	-7,9	498,7	-14,7	120,4	108,7	106,9	1,3829
II	-18,8	3,4	24,1	583,3	-11,5	123,4	103,1	101,7	1,2708
III	-6,8	8,3	-17,1	552,2	-13,0	120,5	102,3	100,8	1,2910
IV	.	.	.	591,1	.	.	104,4	102,4	1,3583
2010 Ago	-7,1	-3,8	-21,7	573,2	.	.	102,1	100,6	1,2894
Sep	-5,8	4,9	1,9	552,2	.	.	102,5	100,8	1,3067
Oct	-2,1	6,2	8,6	555,6	.	.	106,0	104,1	1,3898
Nov	-5,2	1,0	38,1	597,5	.	.	104,7	102,7	1,3661
Dic	.	.	.	591,1	.	.	102,6	100,6	1,3220
2011 Ene	.	.	.	.	.	.	102,4	100,4	1,3360

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.
- Los datos se refieren al Euro-17, salvo indicación en contrario.
- Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



# ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

## I. Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

### 1. Activo

	7 enero 2011	14 enero 2011	21 enero 2011	28 enero 2011
<b>Oro y derechos en oro</b>	367.432	367.431	367.432	367.431
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	225.011	226.578	228.275	228.283
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	26.770	25.987	25.515	26.116
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	19.343	20.672	19.129	19.177
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	493.963	478.354	477.514	494.825
Operaciones principales de financiación	195.691	180.081	176.904	165.603
Operaciones de financiación a plazo más largo	298.217	298.217	300.502	329.170
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	45	32	91	0
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	9	24	18	52
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	46.845	45.042	49.303	46.851
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	458.435	461.477	462.980	465.126
Valores mantenidos con fines de política monetaria	134.927	137.165	137.223	137.197
Otros valores	323.508	324.312	325.757	327.928
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	34.954	34.954	34.954	34.954
<b>Otros activos</b>	293.142	296.652	296.019	282.804
<b>Total activo</b>	<b>1.965.895</b>	<b>1.957.146</b>	<b>1.961.122</b>	<b>1.965.568</b>

### 2. Pasivo

	7 enero 2011	14 enero 2011	21 enero 2011	28 enero 2011
<b>Billetes en circulación</b>	834.831	827.774	823.133	821.424
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	332.504	327.530	313.272	312.921
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	176.862	145.872	209.122	211.873
Facilidad de depósito	80.965	107.200	27.477	24.416
Depósitos a plazo	73.500	74.000	76.500	76.500
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1.176	458	172	132
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	2.295	2.864	3.007	4.268
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	89.316	88.211	112.127	119.994
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	43.589	46.704	46.141	44.556
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	2.152	2.446	3.104	2.861
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	14.740	14.725	13.773	14.691
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	54.552	54.552	54.552	54.552
<b>Otros pasivos</b>	181.898	182.323	181.737	180.026
<b>Cuentas de revalorización</b>	331.545	331.545	331.545	331.545
<b>Capital y reservas</b>	78.473	78.472	78.733	78.731
<b>Total pasivo</b>	<b>1.965.895</b>	<b>1.957.146</b>	<b>1.961.122</b>	<b>1.965.568</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Con efectos desde: <sup>1)</sup>	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
		Nivel	Variación	Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable	Variación	Nivel	Variación
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
				1	2			
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 20 Oct	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
10	175.035	146	175.035	1,00	-	-	-	7
17	186.033	177	186.033	1,00	-	-	-	7
24	177.103	165	177.103	1,00	-	-	-	7
1 Dic	179.694	163	179.694	1,00	-	-	-	7
8	197.283	155	197.283	1,00	-	-	-	7
15	187.814	159	187.814	1,00	-	-	-	7
22	193.470	160	193.470	1,00	-	-	-	7
29	227.865	233	227.865	1,00	-	-	-	7
2011 5 Ene	195.691	179	195.691	1,00	-	-	-	7
12	180.081	169	180.081	1,00	-	-	-	7
19	176.904	171	176.904	1,00	-	-	-	7
26	165.603	209	165.603	1,00	-	-	-	7
2 Feb	213.725	371	213.725	1,00	-	-	-	7
Operaciones de financiación a plazo más largo								
2010 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	1,00	-	-	-	91
10 Nov	63.618	44	63.618	1,00	-	-	-	28
25 <sup>5)</sup>	38.211	189	38.211	-	-	-	-	91
8 Dic	68.066	56	68.066	1,00	-	-	-	42
23 <sup>5)</sup>	149.466	270	149.466	-	-	-	-	98
2011 19 Ene	70.351	45	70.351	1,00	-	-	-	21
27 <sup>5)</sup>	71.143	165	71.143	-	-	-	-	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 17 Nov	Captación de depósitos a plazo fijo	80.760	61	65.000	-	-	1,00	0,73	0,63	7
24	Captación de depósitos a plazo fijo	91.432	60	66.000	-	-	1,00	0,51	0,45	7
1 Dic	Captación de depósitos a plazo fijo	77.700	52	67.000	-	-	1,00	0,48	0,41	7
7	Captación de depósitos a plazo fijo	147.047	139	147.047	-	-	1,00	0,80	0,79	1
8	Captación de depósitos a plazo fijo	98.343	56	69.000	-	-	1,00	0,72	0,65	7
15	Captación de depósitos a plazo fijo	96.587	57	72.000	-	-	1,00	0,55	0,49	7
22	Captación de depósitos a plazo fijo	81.024	44	72.500	-	-	1,00	0,60	0,42	7
23	Operación temporal	20.623	32	20.623	1,00	-	-	-	-	13
29	Captación de depósitos a plazo fijo	0.784	41	60.784	-	-	1,00	1,00	0,66	7
2011 5 Ene	Captación de depósitos a plazo fijo	92.078	68	73.500	-	-	1,00	0,45	0,38	7
12	Captación de depósitos a plazo fijo	99.490	65	74.000	-	-	1,00	0,45	0,41	7
18	Captación de depósitos a plazo fijo	135.048	142	135.046	-	-	1,00	0,80	0,79	1
19	Captación de depósitos a plazo fijo	103.687	62	76.500	-	-	1,00	0,80	0,69	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	88.824	58	76.500	-	-	1,00	0,99	0,89	7
2 Feb	Captación de depósitos a plazo fijo	68.220	53	68.220	-	-	1,00	1,00	0,85	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, 25 de noviembre y 23 de diciembre de 2010 y 27 de enero de 2011, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indiciado 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 Jul	18.966,5	9.918,6	703,0	2.594,9	1.344,0	4.405,9	
Ago	19.138,1	10.019,3	707,4	2.618,7	1.366,2	4.426,5	
Sep	18.836,5	9.944,2	670,0	2.566,5	1.307,2	4.348,6	
Oct <sup>2)</sup>	18.986,4	9.901,3	658,2	2.632,7	1.399,4	4.394,9	
Nov <sup>2)</sup>	19.190,9	9.970,1	669,9	2.715,6	1.465,9	4.369,5	

**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
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2010 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	215,2	1,2	0,0	1,00
7 Dic	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2011 18 Ene <sup>3)</sup>	210,5	212,4	1,9	0,0	1,00
8 Feb	212,3	.	.	.	.

**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>4)</sup>	Facilidad de depósito				Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>5)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2010 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
9 Nov	511,3	183,0	340,0	0,8	124,5	41,9	68,8	813,5	92,1	-72,0	215,2	1.070,7
7 Dic	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011 18 Ene	527,5	197,0	316,6	0,5	140,9	66,5	73,5	833,8	81,3	-84,9	212,4	1.112,7

Fuente: BCE.

1) Fin de período.

2) Incluye las bases de reservas de las entidades de crédito de Estonia. Con carácter transitorio, las entidades de crédito radicadas en la zona del euro pueden optar por deducir de sus bases de reservas pasivos adeudados a entidades de crédito situadas en Estonia. A partir de la base de reservas existente a finales de enero de 2011, se aplicará el procedimiento habitual [véase la Decisión del BCE, de 26 de octubre de 2010, relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Estonia (BCE/2010/18)].

3) Debido a la adopción del euro en Estonia el 1 de enero de 2011, las exigencias de reservas son una media —ponderada por el número de días naturales— de las exigencias de reservas de los 16 países que integraban la zona del euro en el período comprendido entre 8 y el 31 de diciembre de 2010 y las exigencias de reservas de los 17 países que actualmente forman parte de la zona del euro en el período comprendido entre el 1 y el 18 de enero de 2011.

 4) 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.

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



## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

### 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <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 <sup>3)</sup>	
		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
<b>Eurosistema</b>														
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 <sup>(p)</sup>	3.212,6	1.537,2	18,6	0,9	1.517,6	570,7	460,0	9,6	101,1	-	18,1	683,1	8,7	394,9
2010 III	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	554,1	443,3	9,6	101,2	-	16,7	645,9	8,7	339,8
IV <sup>(p)</sup>	3.212,6	1.537,2	18,6	0,9	1.517,6	570,7	460,0	9,6	101,1	-	18,1	683,1	8,7	394,9
2010 Jul	3.104,2	1.569,6	18,7	0,9	1.550,0	537,9	428,7	9,6	99,6	-	16,1	620,2	8,6	351,8
Ago	3.101,4	1.529,1	18,7	0,9	1.509,5	544,8	434,2	9,7	100,9	-	16,6	664,0	8,7	338,2
Sep	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	554,1	443,3	9,6	101,2	-	16,7	645,9	8,7	339,8
Oct	3.028,1	1.449,8	18,5	0,9	1.430,4	559,3	448,8	9,7	100,8	-	17,0	643,6	8,7	349,7
Nov	3.117,8	1.467,0	18,5	0,9	1.447,5	561,8	451,0	9,7	101,2	-	16,6	689,3	8,7	374,3
Dic <sup>(p)</sup>	3.212,6	1.537,2	18,6	0,9	1.517,6	570,7	460,0	9,6	101,1	-	18,1	683,1	8,7	394,9
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2009	31.144,9	17.702,4	1.001,7	10.783,3	5.917,5	5.060,6	1.483,2	1.497,2	2.080,2	85,1	1.235,1	4.251,7	220,7	2.589,2
2010 <sup>(p)</sup>	32.210,9	17.769,8	1.217,2	11.033,8	5.518,8	4.945,4	1.520,2	1.538,8	1.886,5	59,9	1.231,0	4.320,4	223,5	3.660,8
2010 III	32.088,7	17.900,1	1.073,9	10.985,0	5.841,2	5.082,4	1.566,2	1.547,1	1.969,2	62,6	1.244,0	4.387,7	220,0	3.191,9
IV <sup>(p)</sup>	32.210,9	17.769,8	1.217,2	11.033,8	5.518,8	4.945,4	1.520,2	1.538,8	1.886,5	59,9	1.231,0	4.320,4	223,5	3.660,8
2010 Jul	32.094,3	18.063,7	1.061,8	10.981,2	6.020,8	5.106,6	1.572,3	1.542,1	1.992,2	64,8	1.229,4	4.429,4	219,6	2.980,8
Ago	32.670,0	18.022,8	1.069,4	10.978,9	5.974,5	5.119,0	1.566,8	1.544,4	2.007,8	64,8	1.241,5	4.571,3	219,4	3.431,2
Sep	32.088,7	17.900,1	1.073,9	10.985,0	5.841,2	5.082,4	1.566,2	1.547,1	1.969,2	62,6	1.244,0	4.387,7	220,0	3.191,9
Oct	31.863,4	17.819,8	1.153,5	10.960,0	5.706,3	5.109,4	1.665,6	1.520,9	1.922,9	61,4	1.251,6	4.331,4	220,6	3.068,9
Nov	31.968,7	17.847,1	1.209,0	11.067,7	5.570,4	5.102,1	1.610,4	1.555,1	1.936,6	61,5	1.251,0	4.457,5	222,4	3.027,1
Dic <sup>(p)</sup>	32.210,9	17.769,8	1.217,2	11.033,8	5.518,8	4.945,4	1.520,2	1.538,8	1.886,5	59,9	1.231,0	4.320,4	223,5	3.660,8

#### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>4)</sup>	Valores distintos de acciones y participaciones <sup>5)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>3)</sup>
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2009	2.829,9	829,3	1.192,3	102,6	22,1	1.067,6	-	0,1	320,9	140,0	347,4
2010 <sup>(p)</sup>	3.212,6	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	430,9	153,5	369,8
2010 III	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,3	358,5
IV <sup>(p)</sup>	3.212,6	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	430,9	153,5	369,8
2010 Jul	3.104,2	844,1	1.370,3	102,8	11,9	1.255,5	-	0,1	396,5	137,2	356,0
Ago	3.101,4	837,5	1.344,7	97,0	8,6	1.239,1	-	0,1	424,6	135,9	358,7
Sep	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,3	358,5
Oct	3.028,1	838,7	1.294,5	100,6	12,6	1.181,3	-	0,0	406,2	130,7	357,9
Nov	3.117,8	840,5	1.331,1	98,5	16,5	1.216,2	-	0,0	436,2	139,6	370,4
Dic <sup>(p)</sup>	3.212,6	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	430,9	153,5	369,8
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2009	31.144,9	-	16.470,9	144,1	10.044,8	6.282,0	732,6	4.908,5	1.921,2	4.097,7	3.013,9
2010 <sup>(p)</sup>	32.210,9	-	16.507,5	196,0	10.533,1	5.778,3	614,1	4.843,2	2.042,5	4.217,5	3.986,2
2010 III	32.088,7	-	16.620,8	176,2	10.339,4	6.105,1	652,1	4.900,6	2.018,3	4.305,4	3.591,6
IV <sup>(p)</sup>	32.210,9	-	16.507,5	196,0	10.533,1	5.778,3	614,1	4.843,2	2.042,5	4.217,5	3.986,2
2010 Jul	32.094,3	-	16.786,0	179,5	10.303,3	6.303,3	661,5	4.927,8	2.009,9	4.349,6	3.359,5
Ago	32.670,0	-	16.751,4	165,2	10.328,4	6.257,8	673,0	4.955,8	2.019,7	4.498,7	3.771,4
Sep	32.088,7	-	16.620,8	176,2	10.339,4	6.105,1	652,1	4.900,6	2.018,3	4.305,4	3.591,6
Oct	31.863,4	-	16.570,8	243,1	10.343,5	5.984,2	635,7	4.853,8	2.027,1	4.324,8	3.451,1
Nov	31.968,7	-	16.543,2	262,2	10.453,9	5.827,1	648,1	4.903,0	2.018,4	4.443,8	3.412,2
Dic <sup>(p)</sup>	32.210,9	-	16.507,5	196,0	10.533,1	5.778,3	614,1	4.843,2	2.042,5	4.217,5	3.986,2

Fuente: BCE.

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

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

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

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

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

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <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 emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>2)</sup>
		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>											
2009	23.861,8	11.805,0	1.021,1	10.783,9	3.356,2	1.851,5	1.504,6	812,1	4.808,4	229,2	2.850,8
2010 <sup>(p)</sup>	25.833,6	12.270,5	1.235,8	11.034,7	3.528,6	1.980,2	1.548,4	798,2	5.003,5	232,2	4.000,5
2010 III	25.186,1	12.078,3	1.092,4	10.985,9	3.566,1	2.009,4	1.556,7	797,8	5.033,6	228,7	3.481,5
IV <sup>(p)</sup>	25.833,6	12.270,5	1.235,8	11.034,7	3.528,6	1.980,2	1.548,4	798,2	5.003,5	232,2	4.000,5
2010 Jul	24.960,5	12.062,5	1.080,5	10.982,1	3.552,7	2.001,0	1.551,7	785,1	5.049,6	228,2	3.282,5
Ago	25.602,3	12.067,9	1.088,1	10.979,8	3.555,1	2.001,0	1.554,1	796,1	5.235,3	228,1	3.719,9
Sep	25.186,1	12.078,3	1.092,4	10.985,9	3.566,1	2.009,4	1.556,7	797,8	5.033,6	228,7	3.481,5
Oct	25.155,9	12.132,9	1.172,0	10.961,0	3.645,0	2.114,4	1.530,6	804,7	4.975,0	229,4	3.368,9
Nov	25.467,6	12.296,2	1.227,5	11.068,6	3.626,1	2.061,3	1.564,7	816,3	5.146,8	231,2	3.351,1
Dic <sup>(p)</sup>	25.833,6	12.270,5	1.235,8	11.034,7	3.528,6	1.980,2	1.548,4	798,2	5.003,5	232,2	4.000,5
<b>Operaciones</b>											
2009	-644,9	15,2	29,4	-14,2	365,1	269,8	95,3	12,6	-465,4	7,8	-581,0
2010 <sup>(p)</sup>	657,2	413,3	205,7	207,6	138,2	142,1	-3,9	6,8	-109,2	2,4	205,6
2010 III	202,6	47,4	-3,8	51,1	41,5	4,2	37,3	10,3	6,2	-1,3	98,5
IV <sup>(p)</sup>	-324,6	193,9	138,0	55,9	-10,4	-5,7	-4,8	11,6	-111,4	3,6	-411,9
2010 Jul	-119,4	4,8	-11,0	15,8	30,9	-2,1	33,0	-2,9	-40,7	-1,8	-109,7
Ago	532,7	-1,5	7,3	-8,7	-5,0	-7,3	2,3	12,7	91,3	-0,1	435,4
Sep	-210,7	44,0	-0,1	44,1	15,6	13,7	1,9	0,5	-44,3	0,7	-227,1
Oct	-4,1	60,9	79,4	-18,5	82,5	107,6	-25,1	5,5	-38,4	0,7	-115,3
Nov	151,4	144,6	54,7	89,9	-1,1	-37,7	36,6	17,1	16,8	1,8	-27,9
Dic <sup>(p)</sup>	-472,0	-11,7	3,9	-15,6	-91,9	-75,6	-16,2	-11,0	-89,9	1,1	-268,7

**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>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 <sup>2)</sup>	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
<b>Saldos vivos</b>										
2009	23.861,8	769,9	246,7	10.066,9	647,5	2.752,5	1.802,6	4.237,7	3.361,3	-23,3
2010 <sup>(p)</sup>	25.833,6	808,6	264,0	10.541,8	554,2	2.855,6	2.022,5	4.371,0	4.356,1	59,8
2010 III	25.186,1	786,8	265,5	10.350,0	589,5	2.830,3	1.959,0	4.436,7	3.950,1	18,3
IV <sup>(p)</sup>	25.833,6	808,6	264,0	10.541,8	554,2	2.855,6	2.022,5	4.371,0	4.356,1	59,8
2010 Jul	24.960,5	793,9	282,2	10.315,2	596,7	2.836,1	1.946,0	4.486,8	3.715,5	-12,0
Ago	25.602,3	788,0	262,1	10.337,0	608,2	2.847,1	1.982,3	4.634,6	4.130,1	12,9
Sep	25.186,1	786,8	265,5	10.350,0	589,5	2.830,3	1.959,0	4.436,7	3.950,1	18,3
Oct	25.155,9	789,0	343,7	10.356,1	574,3	2.830,1	1.969,4	4.455,5	3.809,0	28,7
Nov	25.467,6	790,2	360,6	10.470,4	586,5	2.865,2	2.003,3	4.583,4	3.782,6	25,3
Dic <sup>(p)</sup>	25.833,6	808,6	264,0	10.541,8	554,2	2.855,6	2.022,5	4.371,0	4.356,1	59,8
<b>Operaciones</b>										
2009	-644,9	45,8	-4,4	289,4	-12,5	-56,4	143,2	-591,1	-505,6	46,6
2010 <sup>(p)</sup>	657,2	38,6	16,5	327,7	-95,2	38,5	112,0	-30,2	190,9	58,3
2010 III	202,6	1,2	-39,5	63,2	-15,7	19,8	22,5	27,3	113,5	10,3
IV <sup>(p)</sup>	-324,6	21,7	-2,1	157,4	-33,0	2,0	42,3	-87,2	-467,6	41,9
2010 Jul	-119,4	8,4	-22,6	6,8	-8,5	9,2	18,6	-8,8	-104,5	-18,0
Ago	532,7	-6,0	-20,2	19,9	11,7	-4,3	5,9	91,6	409,2	24,9
Sep	-210,7	-1,2	3,4	36,6	-18,8	14,8	-1,9	-55,6	-191,1	3,4
Oct	-4,1	2,2	78,1	4,8	-14,9	6,8	5,0	47,1	-141,9	8,9
Nov	151,4	1,2	16,9	74,5	12,9	-2,0	21,6	6,3	23,4	-3,4
Dic <sup>(p)</sup>	-472,0	18,4	-97,0	78,0	-31,0	-2,8	15,7	-140,7	-349,2	36,5

Fuente: BCE.

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

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

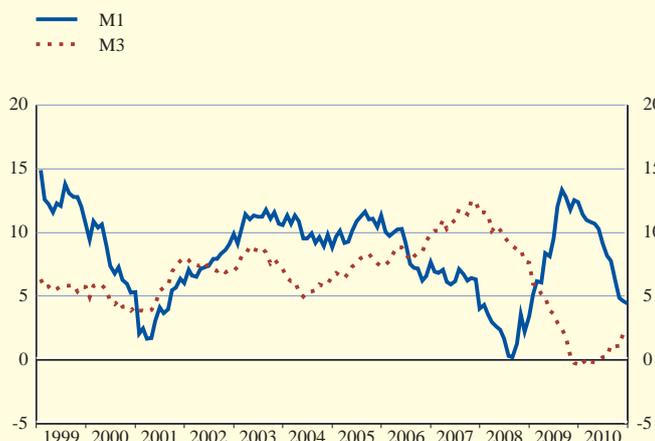
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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
<b>Saldos vivos</b>												
2009	4.492,3	3.696,0	8.188,3	1.145,9	9.334,2	-	6.757,3	2.898,5	13.091,0	10.782,1	-	550,6
2010 <sup>(p)</sup>	4.701,7	3.684,2	8.385,9	1.139,2	9.525,1	-	7.311,1	3.242,6	13.367,3	11.029,9	-	612,2
2010 III	4.684,7	3.695,8	8.380,5	1.120,3	9.500,8	-	7.172,0	3.109,4	13.350,0	10.974,2	-	602,1
IV <sup>(p)</sup>	4.701,7	3.684,2	8.385,9	1.139,2	9.525,1	-	7.311,1	3.242,6	13.367,3	11.029,9	-	612,2
2010 Ago	4.737,2	3.671,9	8.409,1	1.112,7	9.521,8	-	7.208,6	3.100,4	13.388,0	11.014,7	-	604,6
Sep	4.684,7	3.695,8	8.380,5	1.120,3	9.500,8	-	7.172,0	3.109,4	13.350,0	10.974,2	-	602,1
Oct	4.686,8	3.715,0	8.401,8	1.084,3	9.486,1	-	7.179,1	3.285,3	13.314,7	10.968,7	-	502,8
Nov	4.683,8	3.718,3	8.402,1	1.143,5	9.545,6	-	7.313,7	3.289,4	13.437,7	11.061,8	-	539,0
Dic <sup>(p)</sup>	4.701,7	3.684,2	8.385,9	1.139,2	9.525,1	-	7.311,1	3.242,6	13.367,3	11.029,9	-	612,2
<b>Operaciones</b>												
2009	495,6	-368,3	127,3	-157,8	-30,5	-	421,5	303,3	84,3	-20,4	19,7	125,3
2010 <sup>(p)</sup>	198,5	-18,6	179,9	-19,8	160,1	-	262,1	348,6	206,3	204,7	249,2	-79,2
2010 III	35,3	66,7	102,0	-15,2	86,8	-	110,3	31,8	146,3	66,8	91,4	-21,8
IV <sup>(p)</sup>	16,6	-14,1	2,5	16,8	19,2	-	67,1	151,6	39,1	62,8	87,3	-49,6
2010 Ago	45,8	31,2	77,0	7,9	84,9	-	24,5	19,6	79,0	49,0	53,9	0,4
Sep	-45,8	31,0	-14,8	5,0	-9,8	-	28,9	9,8	-2,0	-2,6	2,2	12,4
Oct	3,8	20,0	23,8	-39,7	-15,9	-	8,7	178,5	-29,3	1,0	8,8	-107,3
Nov	-8,3	-2,5	-10,8	59,4	48,7	-	56,5	18,6	113,3	75,3	88,4	2,9
Dic <sup>(p)</sup>	21,1	-31,6	-10,5	-3,0	-13,5	-	1,9	-45,5	-44,9	-13,5	-9,9	54,9
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2009	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,7	11,7	0,6	-0,2	0,2	125,3
2010 <sup>(p)</sup>	4,4	-0,5	2,2	-1,8	1,7	1,6	3,8	12,0	1,6	1,9	2,3	-79,2
2010 III	6,2	-2,8	2,0	-5,2	1,1	1,1	3,6	7,4	1,1	1,3	1,4	-2,9
IV <sup>(p)</sup>	4,4	-0,5	2,2	-1,8	1,7	1,6	3,8	12,0	1,6	1,9	2,3	-79,2
2010 Ago	7,8	-4,4	2,1	-5,2	1,2	0,8	3,8	7,8	1,2	1,3	1,4	-28,9
Sep	6,2	-2,8	2,0	-5,2	1,1	1,1	3,6	7,4	1,1	1,3	1,4	-2,9
Oct	4,9	-1,2	2,1	-5,9	1,1	1,4	3,7	12,6	1,2	1,5	1,7	-98,6
Nov	4,6	-0,5	2,3	0,5	2,1	1,6	4,0	13,3	1,9	2,0	2,3	-82,0
Dic <sup>(p)</sup>	4,4	-0,5	2,2	-1,8	1,7	.	3,8	12,0	1,6	1,9	2,3	-79,2

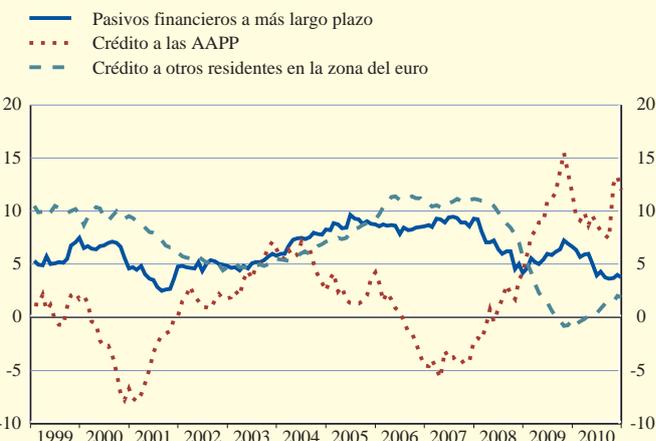
### G1 Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

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

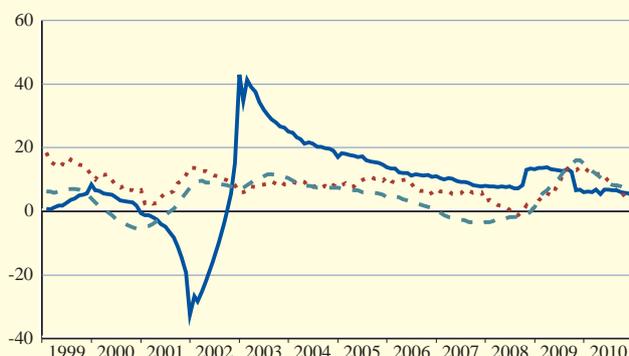
#### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	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											
2009	755,1	3.737,2	1.890,6	1.805,4	340,2	673,8	131,9	2.633,0	131,9	2.203,0	1.789,4
2010 <sup>(p)</sup>	790,0	3.911,7	1.775,1	1.909,1	442,0	576,7	120,5	2.749,4	117,9	2.436,8	2.007,1
2010 III	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,3	397,6	594,6	128,1	2.700,9	122,5	2.394,7	1.953,9
IV <sup>(p)</sup>	790,0	3.911,7	1.775,1	1.909,1	442,0	576,7	120,5	2.749,4	117,9	2.436,8	2.007,1
2010 Ago	791,7	3.945,5	1.794,9	1.876,9	387,8	598,6	126,3	2.710,6	125,2	2.387,3	1.985,4
Sep	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,3	397,6	594,6	128,1	2.700,9	122,5	2.394,7	1.953,9
Oct	790,4	3.896,4	1.811,3	1.903,7	382,9	579,5	121,9	2.705,4	119,8	2.387,3	1.966,7
Nov	796,0	3.887,8	1.803,4	1.914,8	432,9	591,1	119,4	2.751,8	118,6	2.441,9	2.001,3
Dic <sup>(p)</sup>	790,0	3.911,7	1.775,1	1.909,1	442,0	576,7	120,5	2.749,4	117,9	2.436,8	2.007,1
Operaciones											
2009	43,4	452,2	-605,7	237,4	-10,1	-13,3	-134,3	77,9	8,9	193,4	141,3
2010 <sup>(p)</sup>	34,8	163,7	-130,1	111,5	97,5	-99,1	-18,1	57,5	-7,4	102,5	109,5
2010 III	6,2	29,1	20,1	46,7	-3,9	-11,0	-0,3	33,0	-2,3	63,0	16,5
IV <sup>(p)</sup>	-1,3	17,9	-32,2	18,0	40,1	-15,5	-7,9	25,2	-3,6	13,4	32,0
2010 Ago	9,5	36,3	12,1	19,1	-2,6	11,0	-0,5	1,5	0,3	14,2	8,5
Sep	-0,5	-45,3	16,4	14,6	10,1	-4,1	-1,0	24,7	-1,6	15,9	-10,1
Oct	-0,9	4,6	7,6	12,4	-18,9	-14,8	-6,0	11,2	-1,6	-8,3	7,4
Nov	5,6	-13,9	-13,5	11,0	49,8	12,3	-2,7	9,4	-1,2	26,0	22,3
Dic <sup>(p)</sup>	-6,0	27,1	-26,3	-5,4	9,2	-13,0	0,8	4,7	-0,8	-4,3	2,3
Tasas de crecimiento											
2009	6,1	13,8	-24,3	15,1	-2,8	-1,9	-50,2	3,0	7,2	9,7	8,7
2010 <sup>(p)</sup>	4,6	4,4	-6,9	6,2	28,4	-14,7	-13,4	2,2	-5,8	4,5	5,9
2010 III	6,0	6,2	-12,1	7,9	21,3	-15,1	-16,2	1,4	-3,8	4,2	6,9
IV <sup>(p)</sup>	4,6	4,4	-6,9	6,2	28,4	-14,7	-13,4	2,2	-5,8	4,5	5,9
2010 Ago	6,7	8,0	-15,0	8,2	24,0	-14,8	-19,9	0,4	-1,8	4,9	7,8
Sep	6,0	6,2	-12,1	7,9	21,3	-15,1	-16,2	1,4	-3,8	4,2	6,9
Oct	5,8	4,7	-8,8	7,3	22,9	-16,8	-14,5	1,9	-5,9	3,8	7,0
Nov	5,6	4,4	-7,6	7,3	36,7	-13,1	-14,1	1,8	-6,2	4,6	7,3
Dic <sup>(p)</sup>	4,6	4,4	-6,9	6,2	28,4	-14,7	-13,4	2,2	-5,8	4,5	5,9

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

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)

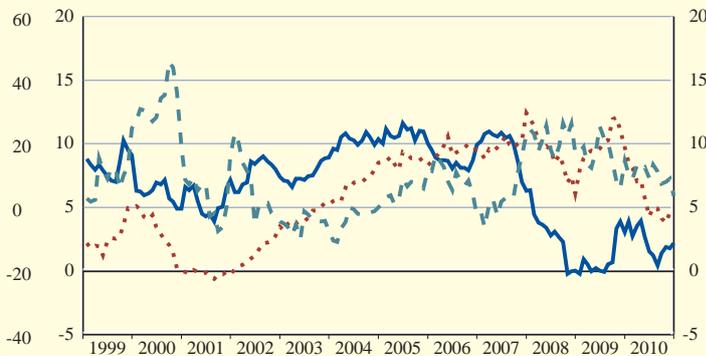
- Efectivo en circulación
- ... Depósitos a la vista
- - - Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses



#### 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>										
2009	90,0	1.058,5	4.684,9	1.185,4	936,8	2.562,7	4.948,7	631,4	3.543,3	774,1
2010 <sup>(p)</sup>	96,1	1.110,7	4.665,2	1.126,9	901,5	2.636,8	5.157,9	640,6	3.698,1	819,3
2010 III	92,5	1.073,9	4.699,6	1.135,5	924,5	2.639,5	5.108,2	640,5	3.652,9	814,8
IV <sup>(p)</sup>	96,1	1.110,7	4.665,2	1.126,9	901,5	2.636,8	5.157,9	640,6	3.698,1	819,3
2010 Ago	96,0	1.129,4	4.682,9	1.128,6	915,9	2.638,4	5.106,5	643,9	3.649,7	813,0
Sep	92,5	1.073,9	4.699,6	1.135,5	924,5	2.639,5	5.108,2	640,5	3.652,9	814,8
Oct	93,1	1.067,5	4.685,1	1.130,7	916,8	2.637,6	5.123,1	639,1	3.670,9	813,1
Nov	97,7	1.124,7	4.698,3	1.136,2	910,4	2.651,6	5.141,0	642,9	3.678,7	819,4
Dic <sup>(p)</sup>	96,1	1.110,7	4.665,2	1.126,9	901,5	2.636,8	5.157,9	640,6	3.698,1	819,3
<b>Operaciones</b>										
2009	-13,6	35,9	-107,5	-181,2	-19,0	92,8	64,7	-1,2	51,3	14,6
2010 <sup>(p)</sup>	7,2	56,7	-7,5	-42,0	-21,5	56,1	148,3	-6,0	132,9	21,4
2010 III	6,5	19,4	18,1	5,0	2,4	10,6	22,8	-2,5	20,8	4,5
IV <sup>(p)</sup>	3,8	35,4	-25,6	-8,0	-18,0	0,4	49,2	-0,2	43,7	5,7
2010 Ago	4,6	15,0	16,4	5,4	1,7	9,2	13,0	1,4	7,8	3,8
Sep	-3,3	-22,5	17,5	11,0	5,9	0,6	5,7	-1,8	6,0	1,5
Oct	0,6	-3,2	-8,8	-3,0	-6,1	0,4	12,4	-0,9	14,6	-1,3
Nov	4,5	50,8	7,6	4,0	-4,6	8,3	12,3	3,2	3,0	6,1
Dic <sup>(p)</sup>	-1,3	-12,2	-24,5	-8,9	-7,3	-8,3	24,5	-2,6	26,2	0,9
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-0,2	1,5	1,9
2010 <sup>(p)</sup>	8,1	5,2	-0,2	-3,6	-2,3	2,2	3,0	-0,9	3,7	2,7
2010 III	0,0	2,8	-0,6	-6,5	-2,0	2,7	2,8	-0,9	3,4	2,9
IV <sup>(p)</sup>	8,1	5,2	-0,2	-3,6	-2,3	2,2	3,0	-0,9	3,7	2,7
2010 Ago	6,4	4,8	-1,2	-8,2	-3,3	2,9	2,9	-0,4	3,4	3,1
Sep	0,0	2,8	-0,6	-6,5	-2,0	2,7	2,8	-0,9	3,4	2,9
Oct	5,2	3,5	-0,5	-5,5	-2,1	2,4	2,9	-0,8	3,6	2,6
Nov	14,2	7,0	-0,1	-4,3	-1,9	2,4	2,8	-0,3	3,4	2,3
Dic <sup>(p)</sup>	8,1	5,2	-0,2	-3,6	-2,3	2,2	3,0	-0,9	3,7	2,7

### 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>												
2010 <sup>(p)</sup>	85,8	66,3	5,1	14,3	1.106,1	587,5	207,0	311,6	4.672,0	1.122,8	902,0	2.647,1
2010 III	93,6	73,4	5,8	14,5	1.087,0	585,8	201,1	300,1	4.689,4	1.132,9	922,3	2.634,2
IV <sup>(p)</sup>	85,8	66,3	5,1	14,3	1.106,1	587,5	207,0	311,6	4.672,0	1.122,8	902,0	2.647,1
2010 Oct	94,3	73,5	5,8	15,0	1.062,1	559,6	199,7	302,9	4.675,2	1.125,2	916,0	2.634,0
Nov	96,8	76,4	5,9	14,5	1.125,3	616,0	202,1	307,2	4.697,1	1.137,4	909,2	2.650,5
Dic <sup>(p)</sup>	85,8	66,3	5,1	14,3	1.106,1	587,5	207,0	311,6	4.672,0	1.122,8	902,0	2.647,1
<b>Operaciones</b>												
2010 <sup>(p)</sup>	6,5	9,8	-1,8	-1,5	59,0	18,3	10,2	30,6	-7,0	-42,0	-21,4	56,4
2010 III	3,4	4,6	0,2	-1,4	21,9	5,6	2,4	14,0	-0,3	-9,7	0,3	9,1
IV <sup>(p)</sup>	-7,7	-7,1	-0,6	0,0	17,7	1,9	6,2	9,7	-8,7	-9,4	-15,3	16,1
2010 Oct	0,7	0,1	0,0	0,6	-21,6	-23,8	-0,6	2,7	-8,5	-5,9	-4,7	2,0
Nov	2,4	2,8	0,1	-0,5	56,7	52,6	1,6	2,5	16,3	10,7	-5,1	10,7
Dic <sup>(p)</sup>	-10,8	-10,1	-0,6	0,0	-17,4	-26,9	5,1	4,4	-16,5	-14,3	-5,6	3,3
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2010 <sup>(p)</sup>	8,1	17,0	-25,4	-9,4	5,5	3,0	5,0	10,8	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2010 III	0,3	3,9	-25,2	-3,5	2,7	1,6	-1,1	7,6	-0,6	-6,4	-2,0	2,7
IV <sup>(p)</sup>	8,1	17,0	-25,4	-9,4	5,5	3,0	5,0	10,8	-0,1	-3,6	-2,3	2,2
2010 Oct	5,3	11,4	-27,7	-3,6	3,4	2,0	-0,6	8,2	-0,5	-5,5	-2,1	2,5
Nov	13,6	22,7	-24,5	-4,5	6,9	7,5	1,9	9,0	-0,1	-4,3	-1,9	2,5
Dic <sup>(p)</sup>	8,1	17,0	-25,4	-9,4	5,5	3,0	5,0	10,8	-0,1	-3,6	-2,3	2,2

**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>													
2010 <sup>(p)</sup>	5.170,0	642,6	147,2	186,8	308,7	3.707,0	14,7	54,9	3.637,4	820,3	146,9	85,8	587,6
2010 III	5.115,0	642,5	144,3	188,3	309,9	3.657,0	14,7	58,8	3.583,6	815,5	145,0	87,0	583,5
IV <sup>(p)</sup>	5.170,0	642,6	147,2	186,8	308,7	3.707,0	14,7	54,9	3.637,4	820,3	146,9	85,8	587,6
2010 Oct	5.128,4	641,6	144,0	188,0	309,6	3.674,7	14,6	59,0	3.601,1	812,1	142,1	86,2	583,9
Nov	5.148,5	643,0	145,0	187,9	310,1	3.682,9	14,7	57,6	3.610,5	822,5	149,9	85,8	586,9
Dic <sup>(p)</sup>	5.170,0	642,6	147,2	186,8	308,7	3.707,0	14,7	54,9	3.637,4	820,3	146,9	85,8	587,6
<b>Operaciones</b>													
2010 <sup>(p)</sup>	148,7	-6,1	-3,3	-8,6	5,8	133,5	-0,6	-3,7	137,8	21,3	-8,1	-4,3	33,8
2010 III	26,1	-4,0	-3,3	-3,4	2,8	30,0	0,2	2,4	27,4	0,1	-5,0	-0,4	5,5
IV <sup>(p)</sup>	54,5	-0,1	3,2	-2,3	-1,0	48,6	0,1	-2,1	50,6	6,0	1,6	-1,0	5,3
2010 Oct	11,0	-0,3	0,0	-0,4	0,1	14,3	-0,1	0,3	14,1	-3,0	-2,7	-0,7	0,4
Nov	14,4	0,9	1,1	-0,5	0,3	3,3	0,1	0,3	2,9	10,2	7,4	0,0	2,8
Dic <sup>(p)</sup>	29,1	-0,6	2,2	-1,5	-1,3	31,0	0,1	-2,6	33,5	-1,2	-3,1	-0,2	2,1
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2010 <sup>(p)</sup>	3,0	-0,9	-2,4	-4,4	1,9	3,7	-4,1	-6,2	3,9	2,7	-5,4	-5,0	6,2
2010 III	2,8	-0,9	-2,4	-3,8	1,7	3,4	-7,1	-5,1	3,6	2,9	-7,7	-2,9	6,8
IV <sup>(p)</sup>	3,0	-0,9	-2,4	-4,4	1,9	3,7	-4,1	-6,2	3,9	2,7	-5,4	-5,0	6,2
2010 Oct	2,9	-0,8	-1,6	-3,8	1,6	3,6	-7,1	-4,2	3,8	2,6	-7,8	-3,6	6,4
Nov	2,8	-0,4	-0,8	-3,9	2,2	3,4	-6,1	-4,0	3,6	2,3	-6,2	-3,6	5,6
Dic <sup>(p)</sup>	3,0	-0,9	-2,4	-4,4	1,9	3,7	-4,1	-6,2	3,9	2,7	-5,4	-5,0	6,2

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>

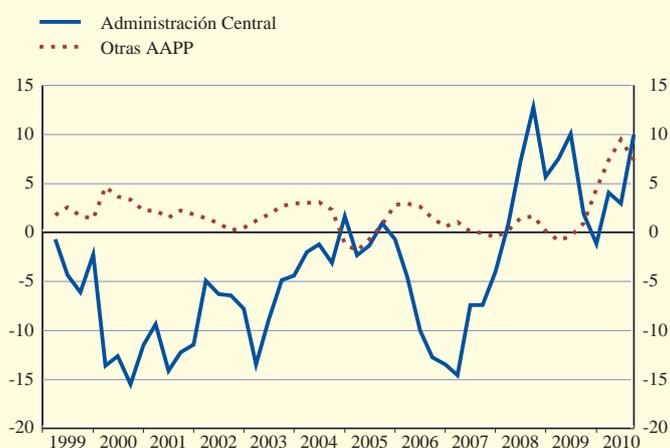
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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	959,4	218,2	217,3	494,5	29,4	3.295,5	2.341,6	953,8	59,6	894,2
2008	973,3	232,0	209,8	509,3	22,2	3.242,4	2.278,8	963,6	57,5	906,1
2009 IV	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,1	860,7
2010 I	1.032,5	242,3	209,0	538,9	42,2	2.949,9	1.985,1	964,8	46,8	918,0
II	1.073,0	255,2	225,0	547,9	44,8	3.076,0	2.074,4	1.001,6	50,9	950,7
III <sup>(p)</sup>	1.073,9	262,1	223,2	544,1	44,5	2.951,7	1.995,7	956,0	51,8	904,2
<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 IV	10,4	-6,0	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	41,7	14,2	15,9	9,0	2,6	-20,5	1,3	-22,7	-0,7	-22,0
III <sup>(p)</sup>	-3,5	2,7	-1,9	-3,8	-0,3	-11,0	-13,1	2,1	3,8	-1,7
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007	-1,2	-4,0	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008	1,4	5,7	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 IV	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-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	7,9	3,0	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,6	-1,4	-4,3	-1,2
III <sup>(p)</sup>	8,0	10,0	6,5	5,4	45,1	0,9	1,3	-0,6	1,5	-0,8

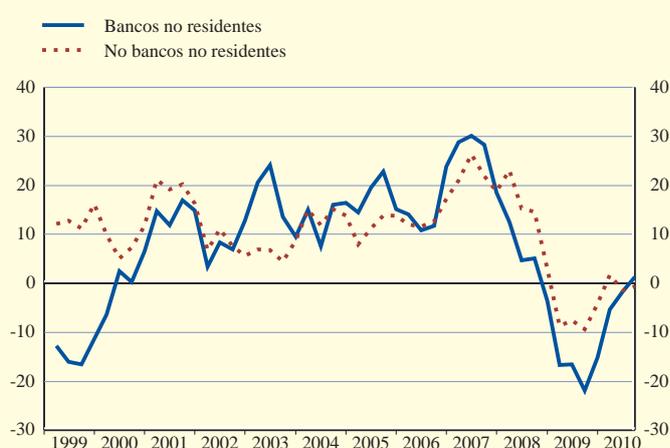
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(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)

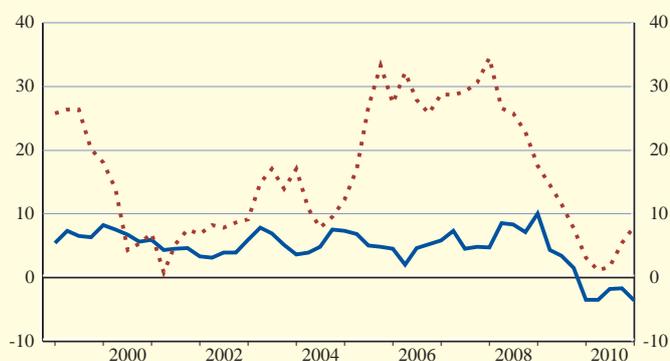
### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	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>														
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.872,5	313,1	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9
2010 <sup>(p)</sup>	716,5	84,8	79,0	528,3	2,4	0,3	21,7	2.170,2	361,1	303,7	1.136,8	8,7	0,5	359,3
2010 III	734,4	89,5	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.106,5	379,6	300,7	1.076,5	9,0	0,7	339,9
2010 IV <sup>(p)</sup>	716,5	84,8	79,0	528,3	2,4	0,3	21,7	2.170,2	361,1	303,7	1.136,8	8,7	0,5	359,3
2010 Ago	737,8	90,6	92,0	533,6	2,4	0,3	19,0	2.096,2	372,3	304,6	1.087,3	9,0	0,8	322,3
Sep	734,4	89,5	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.106,5	379,6	300,7	1.076,5	9,0	0,7	339,9
Oct	728,9	89,4	85,6	529,7	2,5	0,3	21,4	2.088,4	372,7	317,8	1.070,3	9,2	0,6	317,8
Nov	719,3	89,5	79,6	527,6	2,5	0,3	19,9	2.207,3	385,2	316,3	1.129,2	8,7	0,5	367,4
Dic <sup>(p)</sup>	716,5	84,8	79,0	528,3	2,4	0,3	21,7	2.170,2	361,1	303,7	1.136,8	8,7	0,5	359,3
<b>Operaciones</b>														
2009	-26,9	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,8	56,8	6,8	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0
2010 <sup>(p)</sup>	-26,8	-3,3	-8,6	-23,2	0,2	6,6	1,5	154,9	44,5	-39,2	52,9	-7,8	0,4	104,1
2010 III	-5,6	-5,8	5,0	-6,7	0,3	3,3	-1,7	52,3	12,7	10,5	28,5	-0,5	0,5	0,6
2010 IV <sup>(p)</sup>	-18,3	-4,8	-10,3	-5,7	-0,2	1,1	1,7	30,3	-18,5	2,0	32,2	-0,3	-0,3	15,2
2010 Ago	-1,8	-4,5	4,1	-2,9	0,0	1,1	0,4	18,8	8,5	3,3	5,3	-0,4	0,5	1,6
Sep	-2,7	-0,8	-2,3	-2,0	0,2	1,1	1,1	25,3	9,8	-0,9	-1,5	0,1	0,0	17,9
Oct	-5,5	0,0	-3,5	-4,3	-0,1	1,1	1,3	-20,2	-5,9	17,5	-5,7	0,2	-0,1	-26,2
Nov	-10,3	-0,2	-6,3	-2,2	0,0	0,0	-1,5	85,2	10,2	-3,2	29,6	-0,6	-0,1	49,3
Dic <sup>(p)</sup>	-2,5	-4,6	-0,5	0,8	-0,1	0,0	1,9	-34,7	-22,7	-12,3	8,3	0,1	-0,1	-7,9
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 <sup>(p)</sup>	-3,6	-3,4	-9,9	-4,2	10,1	-	7,3	8,0	14,2	-11,6	4,9	-48,2	-	41,2
2010 III	-1,7	2,8	2,9	-4,4	36,0	-	4,6	5,5	19,3	-13,3	0,8	-41,0	-	34,1
2010 IV <sup>(p)</sup>	-3,6	-3,4	-9,9	-4,2	10,1	-	7,3	8,0	14,2	-11,6	4,9	-48,2	-	41,2
2010 Ago	-2,0	-0,6	4,2	-4,1	30,4	-	1,3	6,6	22,5	-15,3	1,7	-41,8	-	42,8
Sep	-1,7	2,8	2,9	-4,4	36,0	-	4,6	5,5	19,3	-13,3	0,8	-41,0	-	34,1
Oct	-2,7	-3,9	-1,2	-4,7	26,3	-	16,7	5,7	15,8	-8,9	1,3	-45,1	-	34,0
Nov	-3,0	0,6	-2,9	-4,7	23,7	-	-7,9	9,6	16,3	-8,6	4,1	-49,6	-	52,2
Dic <sup>(p)</sup>	-3,6	-3,4	-9,9	-4,2	10,1	-	7,3	8,0	14,2	-11,6	4,9	-48,2	-	41,2

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

(tasas de crecimiento interanual)

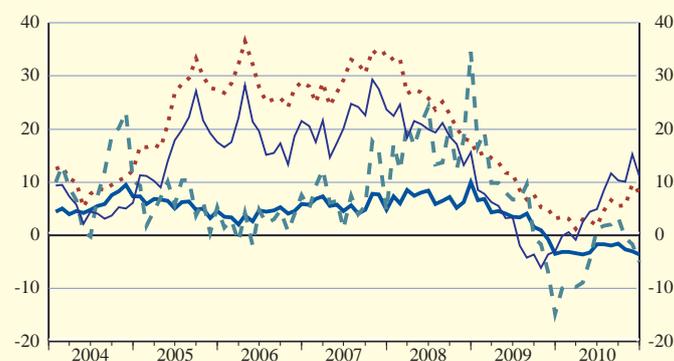
- Empresas de seguros y fondos de pensiones (total)
- Otros intermediarios financieros (total)



### 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>														
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 <sup>(p)</sup>	1.672,5	1.036,7	458,9	88,0	73,3	1,5	14,0	5.742,6	2.245,2	903,7	666,8	1.786,7	110,3	29,9
2010 III	1.602,6	992,5	434,8	86,9	74,6	2,1	11,8	5.650,7	2.202,3	897,7	652,2	1.756,3	110,8	31,4
IV <sup>(p)</sup>	1.672,5	1.036,7	458,9	88,0	73,3	1,5	14,0	5.742,6	2.245,2	903,7	666,8	1.786,7	110,3	29,9
2010 Ago	1.593,9	989,5	431,3	84,4	74,9	2,1	11,9	5.658,7	2.208,8	901,3	650,5	1.753,2	113,0	31,9
Sep	1.602,6	992,5	434,8	86,9	74,6	2,1	11,8	5.650,7	2.202,3	897,7	652,2	1.756,3	110,8	31,4
Oct	1.614,6	990,4	449,9	86,9	74,1	2,0	11,3	5.672,6	2.218,0	898,5	655,2	1.760,4	109,5	30,9
Nov	1.627,2	998,5	449,3	86,9	76,6	2,0	14,0	5.659,3	2.201,8	898,5	656,1	1.762,8	110,1	30,0
Dic <sup>(p)</sup>	1.672,5	1.036,7	458,9	88,0	73,3	1,5	14,0	5.742,6	2.245,2	903,7	666,8	1.786,7	110,3	29,9
<b>Operaciones</b>														
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 <sup>(p)</sup>	74,1	37,4	22,3	8,9	7,9	-0,2	-2,3	136,3	83,0	-96,8	60,5	111,7	-14,6	-7,4
2010 III	29,9	-4,5	27,2	5,0	2,9	0,0	-0,7	-3,4	-23,2	-6,9	8,3	23,6	-6,0	0,9
IV <sup>(p)</sup>	70,3	44,5	23,0	2,3	-1,2	-0,6	2,3	91,0	42,7	5,4	14,3	30,6	-0,5	-1,5
2010 Ago	14,1	0,0	11,3	0,4	2,2	0,0	0,3	-14,8	-28,7	0,7	3,4	11,1	-1,7	0,4
Sep	14,0	5,9	5,7	2,7	-0,3	0,0	-0,1	-5,6	-5,5	-2,3	1,7	3,2	-2,2	-0,5
Oct	12,6	-1,5	15,1	0,0	-0,5	0,0	-0,5	22,2	15,9	1,0	3,1	4,2	-1,3	-0,5
Nov	9,1	6,4	-3,2	0,8	2,5	-0,1	2,7	-15,3	-17,0	-1,0	0,9	2,2	0,6	-0,9
Dic <sup>(p)</sup>	48,6	39,7	11,1	1,5	-3,2	-0,5	0,1	84,0	43,8	5,5	10,4	24,2	0,2	-0,1
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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 <sup>(p)</sup>	4,6	3,7	5,1	11,1	11,5	-10,6	-13,8	2,4	3,8	-9,7	10,0	6,7	-11,7	-19,9
2010 III	3,6	4,5	-2,4	11,9	33,7	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,6	-27,2
IV <sup>(p)</sup>	4,6	3,7	5,1	11,1	11,5	-10,6	-13,8	2,4	3,8	-9,7	10,0	6,7	-11,7	-19,9
2010 Ago	4,2	6,4	-5,1	11,2	39,7	43,1	-28,0	2,5	8,3	-20,6	17,7	7,7	-6,9	-33,7
Sep	3,6	4,5	-2,4	11,9	33,7	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,6	-27,2
Oct	3,7	3,0	1,4	11,1	28,9	35,1	-25,3	2,7	6,1	-14,6	14,2	7,1	-12,5	-22,5
Nov	4,0	2,7	2,2	10,6	30,9	27,4	-5,9	2,4	4,5	-12,2	12,2	7,1	-12,6	-22,0
Dic <sup>(p)</sup>	4,6	3,7	5,1	11,1	11,5	-10,6	-13,8	2,4	3,8	-9,7	10,0	6,7	-11,7	-19,9

#### 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>

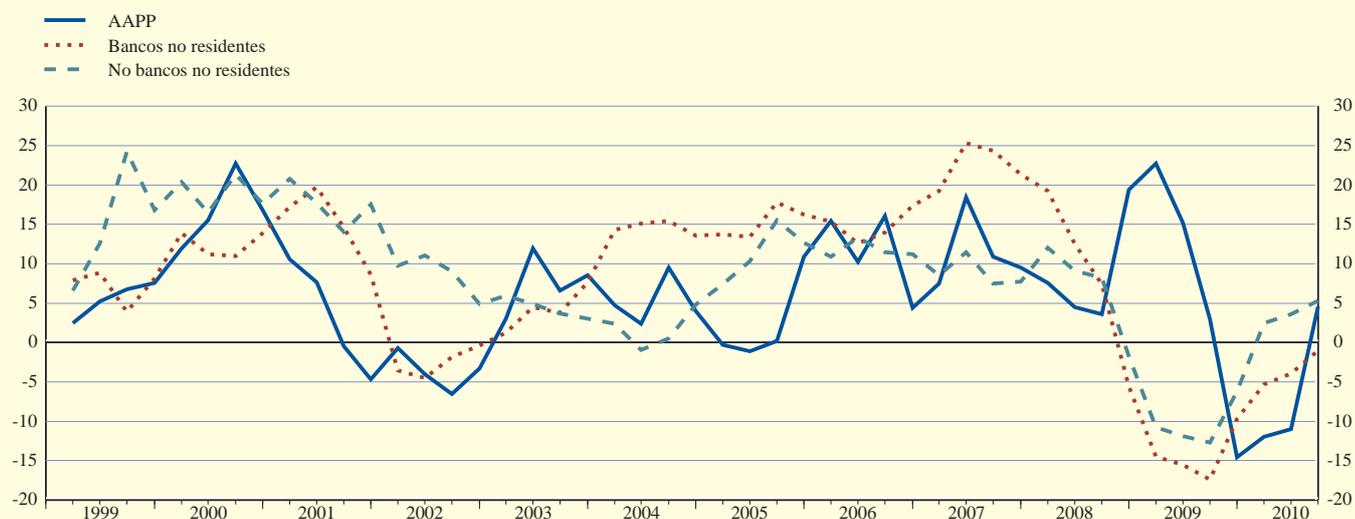
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 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
<b>Saldos vivos</b>										
2007	373,5	126,8	58,8	107,7	80,2	3.859,7	2.952,0	907,7	143,1	764,6
2008	444,7	190,8	52,1	116,1	85,8	3.713,3	2.816,2	897,1	65,6	831,5
2009 IV	373,0	144,1	43,4	114,3	71,2	3.368,7	2.532,7	836,0	56,7	779,3
2010 I	397,6	166,2	50,4	108,4	72,6	3.543,7	2.639,0	904,7	66,8	837,9
II	412,6	167,6	54,5	113,7	76,8	3.700,4	2.693,4	1.007,0	46,7	960,4
III <sup>(p)</sup>	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.577,2	2.597,1	980,1	47,7	932,4
<b>Operaciones</b>										
2008	72,7	63,4	-6,5	8,7	7,1	-183,3	-165,8	-17,5	-36,8	19,3
2009	-64,7	-38,1	-8,7	-2,5	-15,5	-331,2	-275,4	-55,8	-4,5	-51,3
2009 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	14,6	1,3	4,0	5,1	4,2	-9,5	-26,3	16,8	-2,3	19,1
III <sup>(p)</sup>	9,3	8,5	4,3	-1,7	-1,8	14,1	5,5	8,3	3,0	5,3
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2007	9,5	-2,4	29,9	10,6	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,4	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,4	-5,6	-1,7	-25,6	2,7
2009 IV	-14,6	-19,9	-16,7	-2,1	-17,9	-8,8	-9,8	-6,2	-7,0	-6,2
2010 I	-12,0	-17,2	-0,1	-5,4	-13,3	-3,5	-5,3	2,4	12,0	1,7
II	-11,0	-20,6	11,5	-4,7	-6,0	-2,0	-4,0	3,6	6,9	3,3
III <sup>(p)</sup>	4,6	12,3	14,9	-9,3	4,1	0,7	-1,1	5,3	14,2	4,8

### 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.

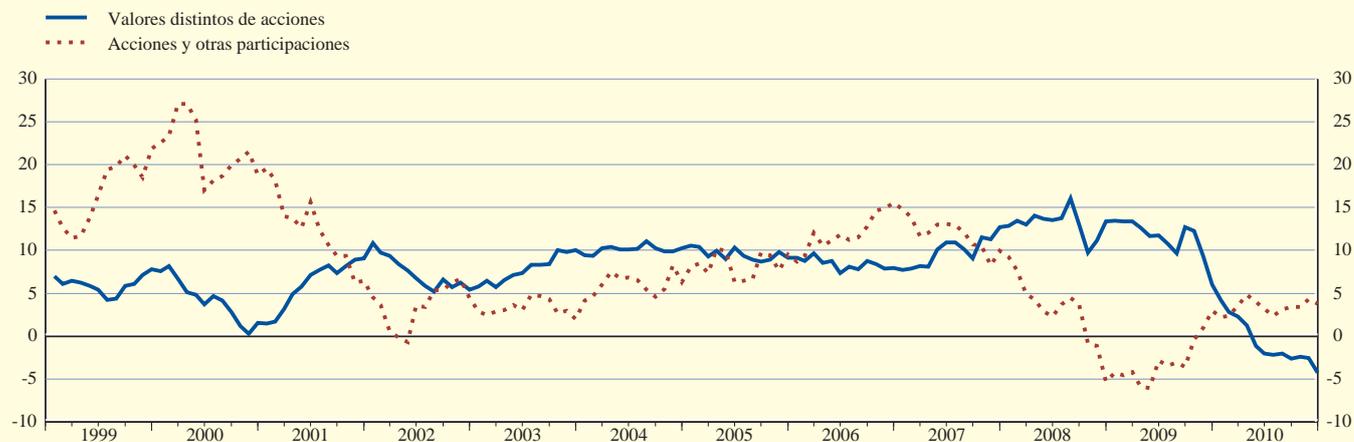
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2009	6.207,7	1.971,1	109,1	1.467,2	16,0	1.457,8	39,4	1.147,1	1.515,3	434,6	800,5	280,2
2010 <sup>(p)</sup>	5.997,8	1.779,3	107,2	1.503,7	16,5	1.511,0	27,8	1.052,3	1.534,2	444,8	786,2	303,2
2010 III	6.224,2	1.863,6	105,5	1.548,5	17,7	1.516,8	30,2	1.141,8	1.534,9	458,0	786,0	290,9
IV <sup>(p)</sup>	5.997,8	1.779,3	107,2	1.503,7	16,5	1.511,0	27,8	1.052,3	1.534,2	444,8	786,2	303,2
2010 Ago	6.315,5	1.890,7	117,1	1.549,3	17,5	1.517,7	26,7	1.196,6	1.529,9	457,1	784,5	288,3
Sep	6.224,2	1.863,6	105,5	1.548,5	17,7	1.516,8	30,2	1.141,8	1.534,9	458,0	786,0	290,9
Oct	6.201,1	1.814,6	108,2	1.650,9	14,7	1.493,8	27,1	1.091,7	1.547,6	459,1	792,6	295,9
Nov	6.191,3	1.821,0	115,7	1.593,2	17,1	1.527,6	27,5	1.089,3	1.554,4	446,4	804,6	303,4
Dic <sup>(p)</sup>	5.997,8	1.779,3	107,2	1.503,7	16,5	1.511,0	27,8	1.052,3	1.534,2	444,8	786,2	303,2
<b>Operaciones</b>												
2009	354,4	83,5	16,6	230,6	-3,2	103,3	-12,0	-64,5	43,2	29,1	11,8	2,3
2010 <sup>(p)</sup>	-268,4	-164,5	-7,5	42,6	-2,0	8,4	-14,6	-130,8	57,0	29,6	6,3	21,1
2010 III	-18,4	-46,3	-0,5	-12,8	0,1	32,1	5,2	3,8	10,0	2,1	9,9	-2,0
IV <sup>(p)</sup>	-200,7	-70,5	0,2	-28,1	-1,4	-1,9	-2,9	-96,1	21,2	3,8	11,5	5,9
2010 Ago	16,8	1,2	10,1	-11,6	-0,3	2,6	-0,3	15,2	14,6	3,7	12,1	-1,2
Sep	-39,1	-24,7	-4,3	1,9	1,2	-3,3	5,2	-15,2	3,5	0,2	0,6	2,8
Oct	-10,5	-48,8	3,9	104,3	-2,8	-22,4	-2,8	-41,9	7,1	1,1	5,5	0,5
Nov	-20,3	18,4	2,4	-47,4	1,7	37,5	-1,0	-32,0	27,8	4,2	17,0	6,6
Dic <sup>(p)</sup>	-169,9	-40,1	-6,1	-85,0	-0,3	-17,0	0,9	-22,3	-13,7	-1,5	-11,0	-1,2
<b>Tasa de crecimiento</b>												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010 <sup>(p)</sup>	-4,3	-8,4	-6,0	2,9	-11,1	0,5	-35,0	-11,1	3,8	6,8	0,8	7,6
2010 III	-2,6	-6,9	-2,4	3,5	-15,4	1,6	-39,4	-6,5	3,4	6,3	0,5	7,1
IV <sup>(p)</sup>	-4,3	-8,4	-6,0	2,9	-11,1	0,5	-35,0	-11,1	3,8	6,8	0,8	7,6
2010 Ago	-2,0	-6,5	1,2	5,2	-18,4	1,7	-49,5	-5,8	3,1	6,3	1,2	3,3
Sep	-2,6	-6,9	-2,4	3,5	-15,4	1,6	-39,4	-6,5	3,4	6,3	0,5	7,1
Oct	-2,4	-8,3	1,1	9,5	-25,9	0,2	-40,5	-9,1	3,4	6,1	0,8	6,7
Nov	-2,6	-7,3	2,0	6,2	-9,3	2,6	-42,4	-10,9	4,3	6,5	1,4	9,4
Dic <sup>(p)</sup>	-4,3	-8,4	-6,0	2,9	-11,1	0,5	-35,0	-11,1	3,8	6,8	0,8	7,6

## 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
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 <sup>(p)</sup>	-7,4	-2,7	-1,9	-2,7	-4,8	-0,2	-0,2	-4,5	-8,5	-1,0	-1,6	-5,9
2010 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	-1,9	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,1	-0,2	-0,8
IV <sup>(p)</sup>	-1,9	-0,7	-0,4	-0,8	-2,0	-0,1	-0,1	-1,7	-3,1	-0,1	-0,6	-2,3
2010 Oct	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5
Nov	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,7	0,1	-0,2	-0,6
Dic <sup>(p)</sup>	-1,2	-0,5	-0,3	-0,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,7	-1,6	-0,1	-0,3	-1,2

**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
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 <sup>(p)</sup>	-60,3	-24,5	-20,3	-15,5	-3,6	-1,0	-2,6
2010 II	-17,8	-5,5	-6,4	-6,0	-1,0	-0,5	-0,5
III	-10,3	-4,0	-2,8	-3,6	-0,4	-0,3	-0,2
IV <sup>(p)</sup>	-20,7	-7,9	-7,2	-5,6	-1,2	0,1	-1,3
2010 Oct	-1,8	-0,4	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
Nov	-6,3	-2,0	-2,6	-1,7	-0,6	0,1	-0,7
Dic <sup>(p)</sup>	-12,6	-5,5	-3,8	-3,3	-0,4	0,0	-0,4

**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
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 <sup>(p)</sup>	-8,7	-1,1	0,2	-13,7	0,8	-0,9	-1,2	7,2	-21,0	-7,1	-10,5	-3,3
2010 II	-12,7	-2,6	0,4	-8,7	0,5	-4,4	0,0	2,1	-14,6	-3,3	-7,3	-4,0
III	17,9	3,7	-0,2	6,0	0,3	5,5	-1,4	3,9	1,7	0,1	4,1	-2,5
IV <sup>(p)</sup>	-28,2	-5,4	-0,4	-15,5	-0,1	-4,4	0,0	-2,4	-8,6	-3,0	-7,1	1,5
2010 Oct	-2,1	-0,1	0,1	-1,8	0,0	-0,6	0,0	0,3	1,1	-0,5	1,9	-0,3
Nov	-20,0	-3,9	-0,5	-10,2	-0,1	-3,9	0,0	-1,4	-6,6	-2,5	-5,0	0,9
Dic <sup>(p)</sup>	-6,1	-1,3	0,0	-3,5	-0,1	0,1	-0,1	-1,3	-3,1	0,0	-4,0	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 IV	6.282,0	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.188,9	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 I	6.222,1	93,0	7,0	4,1	0,3	1,2	0,8	10.201,5	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
II	6.544,4	92,4	7,6	4,5	0,3	1,3	0,9	10.468,0	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
III <sup>(p)</sup>	6.105,1	92,5	7,5	4,5	0,3	1,2	0,8	10.515,7	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
<b>De no residentes en la zona del euro</b>														
2007	2.952,0	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	2.816,2	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 IV	2.532,7	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,0	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010 I	2.639,0	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	904,7	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1
II	2.693,4	52,9	47,1	30,8	2,1	1,6	9,5	1.007,0	55,1	44,9	31,8	1,1	1,4	6,5
III <sup>(p)</sup>	2.597,1	51,4	48,6	32,4	2,2	1,6	9,2	980,1	56,9	43,1	30,6	1,2	1,3	5,8

### 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 IV	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010 I	5.284,2	82,5	17,5	9,5	1,6	1,8	2,5
II	5.244,3	81,6	18,4	10,0	1,8	2,0	2,5
III <sup>(p)</sup>	5.143,1	82,3	17,7	9,4	1,7	2,0	2,4

Fuente: BCE.

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

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

3) 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	-	-	-	-	-	11.107,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
2008	6.307,7	-	-	-	-	-	11.748,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,1	0,4	
2009 IV	5.917,5	-	-	-	-	-	11.784,9	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 I	5.916,7	-	-	-	-	-	11.832,5	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4	
II	6.208,2	-	-	-	-	-	12.061,9	95,8	4,2	2,2	0,3	1,1	0,4	
III <sup>4)</sup>	5.841,2	-	-	-	-	-	12.058,9	96,0	4,0	2,0	0,2	1,1	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 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	1.985,1	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	964,8	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5
II	2.074,4	46,5	53,5	29,9	2,7	3,0	11,9	1.001,6	39,2	60,8	43,4	1,4	3,5	7,7
III <sup>4)</sup>	1.995,7	45,9	54,1	29,6	3,3	3,0	12,0	956,0	40,6	59,4	41,7	1,4	3,6	7,3

**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 IV	2.080,2	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	2.092,7	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	2.025,5	94,2	5,8	3,5	0,2	0,3	1,5	3.079,8	98,5	1,5	0,8	0,2	0,1	0,4
III <sup>4)</sup>	1.969,2	94,6	5,4	3,0	0,2	0,3	1,6	3.113,2	98,5	1,5	0,9	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 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	559,0	53,4	46,6	27,4	0,4	0,9	15,2	640,8	28,8	71,2	43,8	4,5	0,6	15,1
III <sup>4)</sup>	535,8	52,2	47,8	27,7	0,4	0,9	16,1	606,0	29,8	70,2	42,5	4,6	0,6	15,0

Fuente: BCE.

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

## 2.9 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 May	5.864,4	378,6	2.265,0	1.751,4	785,9	240,9	442,6
Jun	5.845,6	384,7	2.271,0	1.718,7	791,7	243,4	435,9
Jul	5.933,4	382,0	2.288,0	1.753,5	797,7	247,7	464,5
Ago	6.029,9	379,5	2.359,3	1.741,6	806,8	249,8	493,0
Sep	6.078,7	376,0	2.336,0	1.793,0	823,0	245,7	505,0
Oct	6.152,5	367,7	2.341,9	1.836,7	835,3	246,1	524,7
Nov <sup>(p)</sup>	6.191,9	365,8	2.346,2	1.875,1	841,3	247,3	516,2
Operaciones							
2010 I	190,6	-3,7	69,2	34,9	31,1	21,1	38,1
II	6,3	26,4	6,4	-30,7	8,8	1,1	-5,8
III	131,3	-13,3	60,5	12,7	16,8	-1,0	55,6

### 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 May	5.864,4	125,5	5.332,0	4.210,5	584,4	1.121,5	406,9
Jun	5.845,6	125,9	5.320,2	4.182,1	585,3	1.138,0	399,5
Jul	5.933,4	124,6	5.394,8	4.250,4	595,6	1.144,4	414,0
Ago	6.029,9	125,4	5.463,4	4.290,5	602,4	1.172,9	441,2
Sep	6.078,7	126,4	5.504,1	4.326,9	624,8	1.177,2	448,1
Oct	6.152,5	129,6	5.568,9	4.369,5	638,6	1.199,5	454,0
Nov <sup>(p)</sup>	6.191,9	135,7	5.596,3	4.358,3	638,0	1.238,0	459,9
Operaciones							
2010 I	190,6	5,2	141,6	92,7	26,0	48,9	43,9
II	6,3	10,2	26,0	3,1	1,0	22,9	-29,9
III	131,3	-5,1	72,8	33,3	21,4	39,5	63,7

### 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	
								8	9	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2010 Abr	5.390,3	1.725,4	1.579,9	1.293,8	258,2	102,5	430,4	5.309,3	81,0	1.182,8
May	5.332,0	1.741,3	1.510,3	1.289,3	256,8	107,5	426,7	5.248,9	83,1	1.190,4
Jun	5.320,2	1.750,3	1.486,8	1.291,4	253,3	107,4	431,0	5.236,3	83,9	1.167,0
Jul	5.394,8	1.766,8	1.521,3	1.307,9	258,6	104,4	435,8	5.310,9	83,9	1.143,6
Ago	5.463,4	1.821,6	1.510,4	1.332,1	258,8	104,8	435,6	5.379,4	83,9	1.180,6
Sep	5.504,1	1.809,3	1.552,7	1.343,0	259,6	101,2	438,4	5.419,8	84,3	1.137,7
Oct	5.568,9	1.813,8	1.597,1	1.358,6	260,0	100,2	439,2	5.484,9	84,0	1.125,6
Nov <sup>(p)</sup>	5.596,3	1.808,6	1.634,5	1.356,7	258,5	103,7	434,4	5.512,0	84,4	1.152,5
Operaciones										
2010 May	-12,2	-1,1	-16,3	2,6	-1,7	1,6	2,8	-13,9	1,7	-16,5
Jun	4,5	1,5	-4,4	4,4	1,0	0,3	1,8	3,9	0,6	-29,5
Jul	25,4	15,2	4,5	5,5	0,6	-0,5	0,0	25,1	0,3	-4,2
Ago	30,1	17,8	2,8	10,2	0,0	-1,3	0,7	30,4	-0,3	28,1
Sep	17,2	11,6	0,2	7,3	0,2	-1,2	-1,0	17,0	0,3	-17,8
Oct	29,6	9,0	15,3	6,9	0,1	-1,1	-0,6	30,3	-0,6	-6,5
Nov <sup>(p)</sup>	5,5	-0,8	7,6	2,3	-0,3	-1,0	-2,3	5,7	-0,2	6,1

Fuente: BCE.

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

## 2.10 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			
	1	2	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	Saldos vivos										
2009 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	2.271,0	1.446,8	382,9	713,6	193,0	6,0	151,3	824,2	230,2	325,2	16,6
III <sup>(p)</sup>	2.336,0	1.476,4	384,7	727,2	194,4	6,4	163,7	859,6	241,4	333,3	16,7
	Operaciones										
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	6,4	-25,1	-11,7	-5,1	-3,8	0,6	-5,1	31,5	6,6	13,0	-1,4
III <sup>(p)</sup>	60,5	16,2	3,2	4,0	1,8	0,0	7,2	44,3	8,2	19,9	0,3

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

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	1	2	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	
	Saldos vivos										
2009 IV	1.681,3	728,1	97,8	-	35,6	23,7	570,9	953,2	138,2	291,4	65,6
2010 I	1.818,5	750,8	95,1	-	36,4	28,3	590,9	1.067,7	148,6	329,9	75,8
II	1.718,7	672,2	74,3	-	34,0	24,0	539,8	1.046,5	141,6	315,1	79,0
III <sup>(p)</sup>	1.793,0	713,2	79,7	-	38,1	24,3	570,9	1.079,8	154,1	314,5	67,3
	Operaciones										
2010 I	34,9	11,1	0,1	-	0,0	1,8	9,2	23,8	0,5	4,9	0,9
II	-30,7	-23,9	-7,9	-	-1,0	-1,2	-13,8	-6,8	-1,8	-5,4	3,9
III <sup>(p)</sup>	12,7	8,0	-0,9	-	1,7	0,3	7,0	4,6	1,9	-0,4	-8,8

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

	Total		Zona del euro					Resto del mundo			
	1	2	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	
	Saldos vivos										
2009 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	791,7	662,7	77,4	-	585,3	-	-	129,0	19,0	36,4	0,4
III <sup>(p)</sup>	823,0	701,1	76,3	-	624,8	-	-	121,9	20,7	33,9	0,4
	Operaciones										
2010 I	31,1	21,3	-4,7	-	26,0	-	-	9,8	1,3	9,9	0,2
II	8,8	6,5	5,5	-	1,0	-	-	2,3	0,9	-0,9	-0,2
III <sup>(p)</sup>	16,8	21,4	0,1	-	21,4	-	-	-4,6	0,9	-0,8	0,0

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por los otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por las IFM.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2010 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						533
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-14
<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	1.083	112	686	54	231	
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	30	6	16	4	4	
Consumo de capital fijo	355	96	199	12	47	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	586	287	264	36	-1	
<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	614	36	223	291	65	93
Intereses	360	33	59	203	65	49
Otras rentas de la propiedad	254	3	163	88	0	44
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	1.928	1.547	125	38	217	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	248	208	34	6	0	1
Cotizaciones sociales	415	415				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	454	2	17	33	403	1
Otras transferencias corrientes	191	72	25	46	48	9
Primas netas de seguros no vida	44	33	10	1	1	1
Indemnizaciones de seguros no vida	44			44		1
Otras	102	39	16	1	47	7
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	1.899	1.395	77	47	380	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.819	1.339			480	
Gasto en consumo individual	1.632	1.340			293	
Gasto en consumo colectivo	187				187	
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	0	1	14	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	80	70	76	33	-100	21
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	456	142	244	11	58	
Formación bruta de capital fijo	445	138	238	11	58	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	11	4	7	0	0	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-2	1	0	1	0
Transferencias de capital	44	9	1	3	32	4
Impuestos sobre el capital	6	5	0	1		0
Otras transferencias de capital	38	3	1	2	32	4
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-19	29	47	40	-136	19
Discrepancia estadística	0	2	-2	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 III</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						519
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.053	502	1.166	105	280	
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	236					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.288					
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	586	287	264	36	-1	
Remuneración de los asalariados	1.084	1.084				4
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	264				264	1
Rentas de la propiedad	608	212	84	293	18	99
Intereses	346	54	32	252	8	63
Otras rentas de la propiedad	262	158	53	41	10	36
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	1.928	1.547	125	38	217	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	248				248	1
Cotizaciones sociales	415	1	17	48	348	1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	451	451				3
Otras transferencias corrientes	164	91	10	45	17	36
Primas netas de seguros no vida	44			44		1
Indemnizaciones de seguros no vida	43	35	7	1	0	1
Otras	76	56	3	0	17	33
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	1.899	1.395	77	47	380	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	15	15				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	80	70	76	33	-100	21
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	355	96	199	12	47	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	45	10	18	9	8	3
Impuestos sobre el capital	6				6	0
Otras transferencias de capital	39	10	18	9	2	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 III</b>								
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.332	16.725	33.811	14.164	6.725	3.515	16.251
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)				408				
Efectivo y depósitos		6.510	1.830	10.246	2.168	862	722	3.971
Valores distintos de acciones a corto plazo		40	173	628	321	400	26	809
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.357	220	6.461	2.299	2.181	353	3.557
Préstamos		69	3.104	13.070	3.795	480	496	1.816
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		53	1.634	10.099	2.769	350	393	.
Acciones y otras participaciones		4.192	7.367	1.967	5.341	2.343	1.289	5.447
Acciones cotizadas		687	1.321	443	1.828	411	250	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.077	5.677	1.196	2.740	466	884	.
Participaciones en fondos de inversión		1.428	368	327	773	1.466	154	.
Reservas técnicas de seguro		5.676	146	2	0	216	3	189
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		487	3.886	1.029	240	243	626	462
<i>Patrimonio financiero neto</i>								
<b>Cuenta financiera, activos financieros</b>								
Total de operaciones de activos financieros		57	197	-641	186	68	-32	94
Oro monetario y DEG				0				0
Efectivo y depósitos		3	23	-695	54	0	-28	12
Valores distintos de acciones a corto plazo		9	6	-1	-22	15	5	-6
Valores distintos de acciones a largo plazo		-23	-17	13	87	38	1	2
Préstamos		1	71	57	12	5	-10	2
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		1	35	68	-39	4	3	.
Acciones y otras participaciones		-4	64	10	53	7	2	69
Acciones cotizadas		1	8	2	17	1	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		4	54	5	9	2	-2	.
Participaciones en fondos de inversión por operaciones		-9	1	3	27	4	3	.
Reservas técnicas de seguro		58	0	0	0	1	0	1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		13	50	-24	3	1	-2	13
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>								
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>								
Total de otras variaciones de activos financieros		173	167	-259	-7	82	29	-125
Oro monetario y DEG				-23				
Efectivo y depósitos		-3	-8	-113	-22	0	3	-146
Valores distintos de acciones a corto plazo		0	-8	-9	-8	2	0	-6
Valores distintos de acciones a largo plazo		14	-2	-75	-25	30	4	15
Préstamos		0	-17	-85	-11	-1	1	-23
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		0	-10	-39	-8	0	1	.
Acciones y otras participaciones		114	262	50	66	54	14	43
Acciones cotizadas		43	63	28	65	23	11	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		44	198	19	-11	5	-2	.
Participaciones en fondos de inversión		26	1	3	11	26	6	.
Reservas técnicas de seguro		50	0	0	0	-2	0	1
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		-2	-59	-5	-8	-1	7	-9
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>								
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>								
<b>Total activos financieros</b>		18.562	17.089	32.912	14.343	6.875	3.511	16.221
Oro monetario y DEG				386				
Efectivo y depósitos		6.510	1.845	9.439	2.201	863	697	3.836
Valores distintos de acciones a corto plazo		49	171	618	291	417	31	797
Valores distintos de acciones a largo plazo		1.348	201	6.398	2.360	2.250	358	3.575
Préstamos		70	3.158	13.042	3.797	483	487	1.795
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		54	1.659	10.128	2.721	353	397	.
Acciones y otras participaciones		4.302	7.693	2.027	5.460	2.404	1.305	5.560
Acciones cotizadas		731	1.392	473	1.910	435	261	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		2.125	5.930	1.220	2.739	473	880	.
Participaciones en fondos de inversión		1.445	371	333	811	1.497	163	.
Reservas técnicas de seguro		5.784	145	2	0	215	3	192
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros		498	3.877	1.000	235	243	630	466
<i>Patrimonio financiero neto</i>								

Fuente: BCE.

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

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Adminis- traciones Públicas	Resto del mundo
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>								
Pasivos totales		6.662	25.228	32.893	13.976	6.795	8.659	14.900
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)								
Efectivo y depósitos			30	23.359	26	0	232	2.663
Valores distintos de acciones a corto plazo			324	715	73	12	994	280
Valores distintos de acciones a largo plazo			561	4.646	2.698	47	5.476	3.000
Préstamos		5.980	8.464		3.386	271	1.476	3.254
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.616	5.883		1.819	106	1.248	.
Acciones y otras participaciones		7	11.904	2.746	7.569	479	6	5.234
Acciones cotizadas			3.316	445	178	150	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	8.588	1.134	2.266	328	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.167	5.125			.
Reservas técnicas de seguro			34	65	1	5.795	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		641	3.610	1.363	224	191	474	468
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-943	11.670	-8.503	917	188	-71	-5.144	
<b>Cuenta financiera, pasivos</b>								
Total de operaciones de pasivos		27	151	-655	155	73	103	75
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-649	-2	0	28	-7
Valores distintos de acciones a corto plazo			4	-7	6	0	-7	10
Valores distintos de acciones a largo plazo			8	-30	26	-1	74	23
Préstamos		29	62		18	13	3	14
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		37	24		-15	2	20	.
Acciones y otras participaciones		0	70	10	82	0	0	38
Acciones cotizadas			4	1	0	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	66	3	1	0	0	.
Participaciones en fondos de inversión				6	81			.
Reservas técnicas de seguro		0	1	0	0	59	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		-3	6	20	25	2	6	-3
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-19	31	45	14	31	-5	-136	19
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>								
Total de otras variaciones de pasivos		2	549	-230	-77	35	43	-240
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			0	-216	0	0	0	-73
Valores distintos de acciones a corto plazo			-5	-12	1	1	0	-12
Valores distintos de acciones a largo plazo			3	-5	-30	0	70	-77
Préstamos		-3	-36		-41	1	-1	-56
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		-3	-19		-31	1	-1	.
Acciones y otras participaciones		0	583	-4	29	6	0	-12
Acciones cotizadas			222	41	3	2	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		0	361	-9	-57	4	0	.
Participaciones en fondos de inversión				-35	83			.
Reservas técnicas de seguro		0	0	0	0	49	0	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		5	4	8	-36	-21	-26	-10
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-137	170	-382	-29	70	47	-14	115
<b>Balance al final del período, pasivos</b>								
Total activos financieros		6.691	25.929	32.009	14.054	6.904	8.805	14.735
Oro monetario y DEG								
Efectivo y depósitos			29	22.494	25	0	260	2.583
Valores distintos de acciones a corto plazo			322	695	79	13	986	278
Valores distintos de acciones a largo plazo			572	4.610	2.694	46	5.620	2.947
Préstamos		6.006	8.490		3.363	284	1.478	3.212
<i>de los cuales: a largo plazo</i>		5.650	5.888		1.772	109	1.268	.
Acciones y otras participaciones		7	12.558	2.752	7.680	486	6	5.260
Acciones cotizadas			3.542	487	181	153	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones		7	9.015	1.128	2.210	332	6	.
Participaciones en fondos de inversión				1.138	5.289			.
Reservas técnicas de seguro		34	337	65	1	5.903	1	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros		644	3.621	1.391	213	172	453	455
<i>Patrimonio financiero neto <sup>1)</sup></i>	-1.100	11.871	-8.840	903	289	-29	-5.294	

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 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
<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	4.075	4.261	4.439	4.434	4.427	4.430	4.445	4.461
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción	127	136	132	118	113	109	108	113
Consumo de capital fijo	1.253	1.319	1.382	1.396	1.398	1.397	1.399	1.405
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	2.191	2.343	2.327	2.139	2.123	2.146	2.182	2.205
<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	3.034	3.635	3.889	3.208	2.964	2.834	2.764	2.763
Intereses	1.657	2.086	2.322	1.821	1.621	1.507	1.447	1.430
Otras rentas de la propiedad	1.377	1.549	1.566	1.388	1.343	1.327	1.317	1.333
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	7.329	7.727	7.795	7.536	7.512	7.547	7.621	7.684
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta								
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.028	1.113	1.122	1.038	1.013	1.012	1.020	1.025
Cotizaciones sociales	1.542	1.599	1.668	1.676	1.677	1.682	1.688	1.695
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.555	1.602	1.671	1.758	1.786	1.805	1.815	1.823
Otras transferencias corrientes	723	754	788	784	784	792	794	799
Primas netas de seguros no vida	180	184	188	184	183	183	182	183
Derechos de seguros no vida	180	184	189	185	183	183	183	183
Otras	363	385	410	415	419	426	429	432
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	7.237	7.633	7.690	7.427	7.403	7.433	7.507	7.566
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta								
Gasto en consumo final	6.646	6.911	7.171	7.162	7.181	7.216	7.256	7.298
Gasto en consumo individual	5.957	6.198	6.421	6.386	6.397	6.430	6.469	6.511
Gasto en consumo colectivo	689	713	749	775	784	786	787	788
Ajuste por variación de la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones	64	65	71	67	66	65	63	63
<i>Ahorro neto</i> <sup>1)</sup>	591	722	520	265	223	217	251	267
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto								
Formación bruta de capital	1.879	2.030	2.039	1.787	1.710	1.688	1.724	1.754
Formación bruta de capital fijo	1.857	1.991	2.017	1.828	1.781	1.757	1.762	1.770
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	22	39	22	-41	-71	-70	-38	-15
Consumo de capital fijo								
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	0	-1	0	-1	1	2	1	1
Transferencias de capital	170	151	150	174	183	193	187	192
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	34	34	30	29
Otras transferencias de capital	148	126	126	145	149	158	157	163
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	-19	28	-127	-115	-81	-64	-64	-73

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 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
<b>Cuenta de explotación</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos)	7.647	8.060	8.280	8.087	8.060	8.082	8.135	8.184
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	915	960	946	900	892	894	907	924
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	8.562	9.020	9.227	8.986	8.952	8.975	9.042	9.109
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	2.191	2.343	2.327	2.139	2.123	2.146	2.182	2.205
Remuneración de los asalariados	4.083	4.269	4.446	4.441	4.433	4.436	4.452	4.468
Impuestos menos subvenciones sobre la producción	1.055	1.104	1.085	1.027	1.022	1.021	1.031	1.052
Rentas de la propiedad	3.035	3.645	3.825	3.137	2.898	2.779	2.720	2.721
Intereses	1.628	2.048	2.265	1.754	1.552	1.441	1.388	1.371
Otras rentas de la propiedad	1.407	1.597	1.560	1.383	1.345	1.337	1.331	1.350
<i>Renta nacional neta</i>								
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>								
Renta nacional neta	7.329	7.727	7.795	7.536	7.512	7.547	7.621	7.684
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	1.033	1.120	1.130	1.043	1.019	1.017	1.024	1.030
Cotizaciones sociales	1.541	1.599	1.668	1.675	1.676	1.681	1.687	1.694
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	1.547	1.593	1.663	1.750	1.779	1.797	1.807	1.815
Otras transferencias corrientes	635	663	684	678	678	680	683	684
Primas netas de seguros no vida	180	184	189	185	183	183	183	183
Derechos de seguros no vida	177	182	186	181	179	180	179	180
Otras	278	296	309	312	316	318	321	322
<i>Renta disponible neta</i>								
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>								
Renta disponible neta	7.237	7.633	7.690	7.427	7.403	7.433	7.507	7.566
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	67	66	65	63	63
<i>Ahorro neto</i>								
<b>Cuenta de capital</b>								
Ahorro neto	591	722	520	265	223	217	251	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	1.382	1.396	1.398	1.397	1.399	1.405
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos								
Transferencias de capital	185	166	160	183	193	203	197	202
Impuestos sobre el capital	23	24	24	29	34	34	30	29
Otras transferencias de capital	162	141	136	154	159	169	167	173
<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 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.083	4.269	4.446	4.441	4.433	4.436	4.452	4.468
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.420	1.491	1.537	1.495	1.485	1.485	1.490	1.498
Intereses, recursos (+)	264	313	347	274	245	227	219	215
Intereses, empleos (-)	167	217	243	174	148	137	132	131
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	749	807	819	753	739	731	725	730
Otras rentas de la propiedad, empleos (-)	10	10	10	10	10	10	10	11
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	794	852	891	870	860	857	857	861
Cotizaciones sociales netas (-)	1.538	1.595	1.664	1.671	1.672	1.677	1.683	1.690
Prestaciones sociales netas (+)	1.542	1.587	1.656	1.744	1.772	1.791	1.801	1.809
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	67	72	72	79	81	82	81	80
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>5.616</b>	<b>5.866</b>	<b>6.069</b>	<b>6.059</b>	<b>6.065</b>	<b>6.070</b>	<b>6.085</b>	<b>6.107</b>
Gasto en consumo final (-)	4.902	5.099	5.268	5.193	5.194	5.221	5.252	5.288
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	64	64	71	67	65	65	63	62
<b>= Ahorro bruto</b>	<b>770</b>	<b>825</b>	<b>867</b>	<b>928</b>	<b>934</b>	<b>912</b>	<b>895</b>	<b>879</b>
Consumo de capital fijo (-)	342	365	381	383	383	382	382	383
Transferencias netas de capital, recursos (+)	19	12	2	15	13	11	10	9
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	2.614	1.485	-2.356	-1.530	-258	819	811	831
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>3.061</b>	<b>1.958</b>	<b>-1.868</b>	<b>-970</b>	<b>306</b>	<b>1.360</b>	<b>1.333</b>	<b>1.337</b>
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	608	644	635	569	550	539	540	542
Consumo de capital fijo (-)	342	365	381	383	383	382	382	383
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	321	427	452	159	-19	-100	-91	-37
Efectivo y depósitos	285	350	438	256	120	64	63	89
Participaciones en fondos del mercado monetario	1	39	-10	-20	-48	-84	-85	-96
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	35	38	24	-77	-92	-80	-69	-31
Activos a largo plazo	297	145	46	362	526	594	566	464
Depósitos	2	-33	-28	56	90	117	112	89
Valores distintos de acciones	31	34	45	26	22	-14	-7	-33
Acciones y otras participaciones	-25	-73	-109	87	172	220	198	144
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	-5	-2	21	95	99	110	102	64
Participaciones en fondos de inversión	-20	-72	-130	-7	73	110	96	80
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	290	217	137	193	242	271	263	265
Financiación: principales partidas (-)								
Préstamos	406	373	213	102	111	130	135	136
de los cuales: de IFM de la zona del euro	350	283	82	-16	65	76	104	105
Otras variaciones de los activos (+)								
Activos no financieros	2.057	1.413	-913	-1.572	-745	-19	477	726
Activos financieros	547	80	-1.481	9	459	846	370	144
Acciones y otras participaciones	458	81	-1.259	-132	236	493	140	23
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	60	9	-261	54	178	269	175	114
Otros flujos netos (+)	-20	-12	-13	-12	29	12	-11	18
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>3.061</b>	<b>1.958</b>	<b>-1.868</b>	<b>-970</b>	<b>306</b>	<b>1.360</b>	<b>1.333</b>	<b>1.337</b>
<b>Balance</b>								
Activos no financieros (+)	25.650	27.341	26.682	25.980	26.104	26.153	26.576	26.864
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	4.813	5.269	5.804	5.811	5.773	5.729	5.768	5.756
Efectivo y depósitos	4.462	4.852	5.322	5.407	5.475	5.447	5.507	5.499
Participaciones en fondos del mercado monetario	255	293	324	313	244	233	215	201
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	96	124	158	92	55	50	46	55
Activos a largo plazo	11.855	12.055	10.526	11.253	11.520	11.767	11.655	11.883
Depósitos	1.018	953	894	919	963	990	1.003	1.011
Valores distintos de acciones	1.226	1.257	1.319	1.366	1.383	1.379	1.352	1.342
Acciones y otras participaciones	4.983	4.992	3.583	3.918	4.024	4.113	3.977	4.101
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.529	3.592	2.578	2.804	2.833	2.881	2.764	2.857
Participaciones en fondos de inversión	1.453	1.400	1.005	1.114	1.192	1.232	1.213	1.245
Reservas de seguro de vida y reservas de fondos de pensiones	4.627	4.854	4.730	5.050	5.150	5.285	5.323	5.429
Otros activos netos (+)	247	222	216	221	235	211	227	238
Pasivos (-)								
Préstamos	5.236	5.600	5.810	5.867	5.908	5.919	5.980	6.006
de los cuales: de IFM de la zona del euro	4.560	4.831	4.906	4.921	4.961	4.947	5.101	5.122
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>37.329</b>	<b>39.287</b>	<b>37.419</b>	<b>37.398</b>	<b>37.725</b>	<b>37.942</b>	<b>38.245</b>	<b>38.735</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 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.374	4.646	4.763	4.557	4.522	4.536	4.578	4.615
Remuneración de los asalariados (-)	2.588	2.718	2.838	2.804	2.787	2.784	2.794	2.807
Otros impuestos menos subvenciones sobre la producción (-)	74	80	76	65	62	58	56	61
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.712	1.849	1.849	1.689	1.673	1.694	1.727	1.748
Consumo de capital fijo (-)	707	741	777	786	787	786	786	789
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	1.007	1.108	1.068	898	883	903	936	955
Rentas de la propiedad, recursos (+)	505	597	595	501	474	468	467	470
Intereses, recursos	172	204	217	165	148	137	131	127
Otras rentas de la propiedad, recursos	332	393	378	336	326	331	337	343
Intereses y otras rentas, empleos (-)	288	354	404	322	289	269	257	253
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.223	1.351	1.259	1.077	1.067	1.102	1.146	1.172
Renta distribuida (-)	926	988	1.019	930	911	900	897	907
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	190	212	197	139	125	126	133	134
Cotizaciones sociales, recursos (+)	75	64	66	68	69	70	70	70
Prestaciones sociales, empleos (-)	61	62	65	66	67	67	67	67
Otras transferencias corrientes netas (-)	65	57	60	61	62	64	65	65
= <b>Ahorro neto</b>	55	95	-15	-50	-29	16	54	69
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	306	374	337	131	75	69	114	140
Formación bruta de capital fijo (+)	987	1.075	1.095	963	935	925	937	944
Consumo de capital fijo (-)	707	741	777	786	787	786	786	789
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	24	38	19	-45	-72	-69	-36	-14
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	158	168	65	82	109	104	46	29
Efectivo y depósitos	146	154	15	38	90	98	58	49
Participaciones en fondos del mercado monetario	2	-19	30	40	38	4	-20	-27
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	10	33	21	4	-19	1	9	7
Activos a largo plazo	477	742	701	404	193	169	289	347
Depósitos	33	6	39	40	19	-11	-5	-9
Valores distintos de acciones	-1	-9	-60	-45	-29	-30	16	18
Acciones y otras participaciones	285	448	348	258	94	76	56	80
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	161	297	373	152	109	134	221	258
Otros activos netos (+)	97	148	-27	-63	-35	63	4	44
Financiación: principales partidas (-)								
Deuda	679	890	708	234	112	139	162	234
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	443	539	396	-19	-113	-102	-87	-27
de la cual: valores distintos de acciones	38	38	55	91	84	103	81	69
Acciones y otras participaciones	231	379	308	288	178	169	154	177
Acciones cotizadas	33	55	7	71	66	66	47	37
Acciones no cotizadas y otras participaciones	199	324	301	217	112	103	107	139
Transferencias netas de capital, recursos (-)	72	68	72	78	79	78	81	81
= <b>Ahorro neto</b>	55	95	-15	-50	-29	16	54	69
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros								
Activos a corto plazo	1.674	1.826	1.904	1.972	2.011	1.989	1.984	1.997
Efectivo y depósitos	1.367	1.507	1.537	1.580	1.634	1.604	1.610	1.626
Participaciones en fondos del mercado monetario	183	159	185	222	206	198	181	181
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	124	161	182	170	171	187	193	191
Activos a largo plazo	10.072	11.041	9.429	10.261	10.488	10.793	10.709	11.069
Depósitos	143	181	215	228	220	217	220	219
Valores distintos de acciones	280	268	215	150	186	194	200	181
Acciones y otras participaciones	7.505	8.153	6.179	6.982	7.161	7.384	7.186	7.511
Otros (principalmente préstamos entre empresas relacionadas)	2.144	2.439	2.819	2.901	2.921	2.998	3.104	3.158
Otros activos netos (+)	333	385	413	396	395	432	451	431
Pasivos								
Deuda	7.880	8.696	9.427	9.518	9.519	9.610	9.684	9.721
de la cual: préstamos de IFM de la zona del euro	3.957	4.482	4.875	4.771	4.715	4.717	4.737	4.718
de la cual: valores distintos de acciones	680	683	740	819	820	874	884	894
Acciones y otras participaciones	13.172	14.368	10.773	11.957	12.265	12.485	11.904	12.558
Acciones cotizadas	4.543	5.041	2.920	3.373	3.508	3.590	3.316	3.542
Acciones no cotizadas y otras participaciones	8.629	9.328	7.853	8.584	8.757	8.895	8.588	9.015

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 IV- 2009 III	2009 I- 2009 IV	2009 II- 2010 I	2009 III- 2010 II	2009 IV- 2010 III
<b>Cuenta financiera, operaciones financieras</b>								
Inversión financiera: principales partidas (+)								
Activos a corto plazo	63	66	113	47	31	17	33	56
Efectivo y depósitos	11	6	57	-1	-33	-21	2	6
Participaciones en fondos del mercado monetario	3	2	20	6	9	1	12	11
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	49	57	36	42	55	37	19	39
Activos a largo plazo	309	165	72	140	208	274	268	265
Depósitos	62	47	-3	29	19	2	-5	-4
Valores distintos de acciones	117	48	6	-8	50	83	152	158
Préstamos	1	-15	38	28	15	13	13	18
Acciones cotizadas	2	-1	2	-100	-88	-83	-82	-1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	32	22	29	6	-3	2	5	6
Participaciones en fondos de inversión	95	65	1	185	215	256	185	89
Otros activos netos (+)	14	-3	27	7	5	25	18	17
Financiación: principales partidas (-)								
Valores distintos de acciones	6	3	12	10	1	0	6	4
Préstamos	50	-2	27	12	-25	-16	-11	12
Acciones y otras participaciones	11	3	9	5	3	3	3	5
Reservas técnicas de seguro	318	241	139	199	272	319	300	294
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	301	226	117	193	257	304	291	286
Reservas para primas y para siniestros	17	15	22	7	14	15	10	8
<b>= Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</b>	<b>1</b>	<b>-17</b>	<b>26</b>	<b>-33</b>	<b>-7</b>	<b>10</b>	<b>21</b>	<b>24</b>
<b>Cuenta de otras variaciones</b>								
Otras variaciones de los activos financieros (+)								
Acciones y otras participaciones	171	-2	-600	-30	232	368	183	116
Otros activos netos	-54	-28	46	85	59	100	126	128
Otras variaciones de los pasivos (-)								
Acciones y otras participaciones	41	-32	-195	-48	20	96	33	-16
Reservas técnicas de seguro	54	13	-260	56	175	258	175	120
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	53	14	-257	61	177	262	174	118
Reservas para primas y para siniestros	1	-1	-3	-5	-2	-4	2	1
<b>= Otras variaciones del patrimonio financiero neto</b>	<b>22</b>	<b>-10</b>	<b>-99</b>	<b>47</b>	<b>96</b>	<b>113</b>	<b>101</b>	<b>140</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)								
Activos a corto plazo	501	564	680	693	720	727	747	763
Efectivo y depósitos	157	163	224	190	195	196	206	203
Participaciones en fondos del mercado monetario	80	80	98	102	99	103	108	107
Valores distintos de acciones <sup>1)</sup>	264	320	358	400	426	428	433	453
Activos a largo plazo	5.191	5.333	4.817	5.186	5.320	5.532	5.519	5.654
Depósitos	598	646	641	664	661	660	656	660
Valores distintos de acciones	1.863	1.886	1.904	1.977	2.007	2.101	2.149	2.214
Préstamos	429	415	452	464	468	475	480	483
Acciones cotizadas	742	718	416	411	420	435	411	435
Acciones no cotizadas y otras participaciones	475	514	436	461	469	476	466	473
Participaciones en fondos de inversión	1.083	1.154	967	1.210	1.295	1.386	1.358	1.389
Otros activos netos (+)	185	167	233	236	228	252	267	285
Pasivos (-)								
Valores distintos de acciones	36	29	47	49	53	56	59	58
Préstamos	256	252	281	272	254	266	271	284
Acciones y otras participaciones	688	658	471	497	495	515	479	486
Reservas técnicas de seguro	5.015	5.269	5.147	5.490	5.594	5.748	5.795	5.903
Particip. neta hogares en reservas seguros de vida y fondos de pensiones	4.309	4.548	4.409	4.738	4.843	4.990	5.033	5.142
Reservas para primas y para siniestros	706	720	739	752	751	759	762	761
<b>= Riqueza financiera neta</b>	<b>-117</b>	<b>-144</b>	<b>-217</b>	<b>-194</b>	<b>-128</b>	<b>-75</b>	<b>-71</b>	<b>-29</b>

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

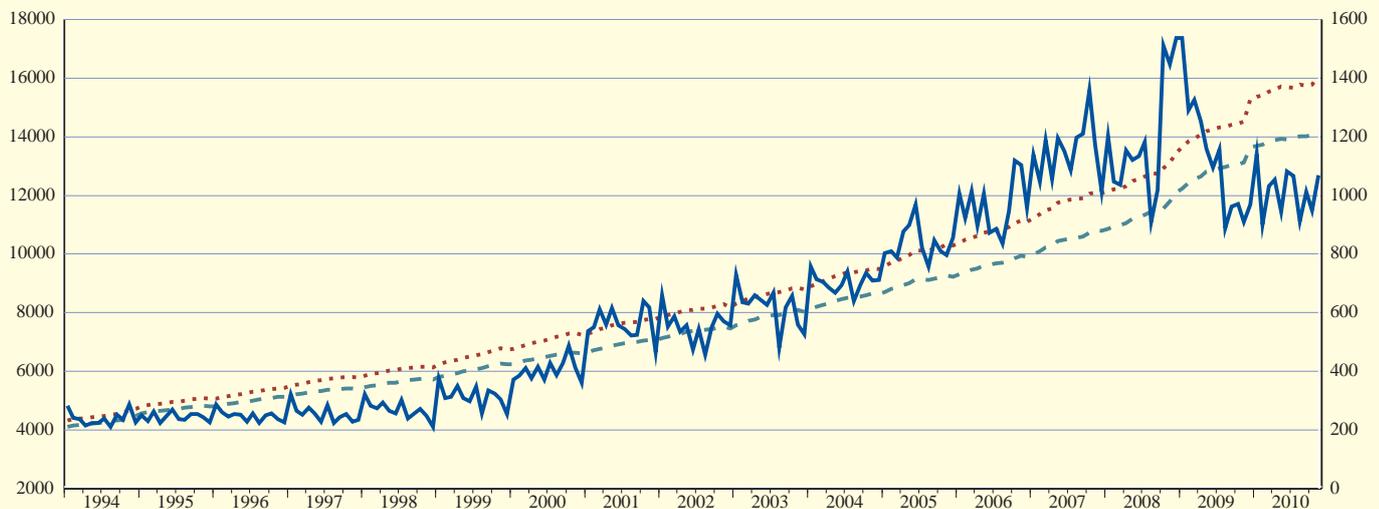
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	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	
<b>Total</b>												
2009 Nov	15.373,6	886,3	49,7	13.120,5	844,0	51,9	14.507,1	909,1	63,7	9,4	39,3	6,2
Dic	15.898,1	938,3	-63,2	13.646,8	884,8	-61,4	15.277,6	969,4	-61,7	7,8	13,4	4,9
2010 Ene	15.941,1	1.090,9	42,5	13.692,6	1.028,3	45,2	15.369,6	1.140,5	66,5	7,1	61,8	4,3
Feb	15.978,8	860,0	37,9	13.732,0	811,1	39,6	15.417,6	900,3	33,6	5,9	-13,3	3,1
Mar	16.123,6	1.027,8	143,8	13.834,8	923,5	101,9	15.532,0	1.031,2	108,6	5,5	93,7	2,6
Abr	16.167,1	1.003,4	45,9	13.886,6	947,4	53,8	15.614,9	1.053,8	75,2	5,2	48,2	3,1
May	16.171,2	867,5	5,7	13.920,2	839,5	35,1	15.719,8	944,0	46,2	4,2	-18,5	2,3
Jun	16.160,7	1.049,4	12,5	13.900,3	983,9	3,3	15.703,1	1.081,3	-11,8	3,6	8,4	2,4
Jul	16.180,9	1.005,0	21,1	13.946,5	966,3	47,2	15.679,5	1.067,6	21,3	3,2	53,9	2,2
Ago	16.247,6	845,1	67,0	14.010,5	804,8	64,3	15.787,8	912,0	80,8	3,6	142,2	4,3
Sep	16.264,4	983,4	17,5	14.027,6	908,4	17,9	15.740,8	1.013,0	4,9	3,1	48,0	3,7
Oct	.	.	.	14.068,3	842,3	42,3	15.784,4	948,6	56,4	3,2	28,4	3,4
Nov	.	.	.	14.265,1	956,7	198,8	16.063,0	1.068,2	235,2	4,3	207,9	6,3
<b>A largo plazo</b>												
2009 Nov	13.841,8	200,8	81,7	11.695,9	180,1	77,6	12.897,4	195,3	82,0	10,7	53,8	8,3
Dic	14.350,6	169,6	-35,4	12.214,6	154,0	-25,5	13.639,8	166,1	-34,2	8,9	-15,1	6,0
2010 Ene	14.391,6	309,5	42,0	12.249,4	278,0	35,6	13.716,8	315,9	54,9	8,6	106,2	6,3
Feb	14.448,0	212,1	56,8	12.312,4	193,6	63,4	13.790,2	211,6	59,7	7,5	10,9	4,8
Mar	14.581,5	310,3	132,7	12.421,0	250,1	107,8	13.907,5	281,5	113,1	7,2	108,1	4,8
Abr	14.628,2	246,7	47,8	12.468,5	223,3	48,2	13.983,7	255,2	67,6	7,1	53,7	4,6
May	14.636,4	154,4	8,6	12.498,7	148,4	30,5	14.087,9	181,6	48,5	5,9	-15,9	3,5
Jun	14.644,9	272,6	33,1	12.507,8	245,4	33,9	14.105,6	265,3	25,9	5,0	8,0	4,0
Jul	14.677,5	259,4	33,8	12.542,3	240,0	35,6	14.081,6	267,4	16,9	4,8	59,8	3,3
Ago	14.711,0	140,6	34,3	12.575,7	127,2	34,2	14.149,5	152,6	42,4	4,7	103,4	4,6
Sep	14.713,1	266,7	2,9	12.589,2	228,0	14,2	14.105,9	258,4	4,9	4,1	37,6	3,6
Oct	.	.	.	12.640,7	195,1	50,8	14.164,0	232,2	66,6	4,1	59,6	3,6
Nov	.	.	.	12.797,7	318,6	158,9	14.393,2	357,0	189,8	4,8	158,4	6,2

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

(mm de euros)

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



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

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

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

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

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

### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos					Emisiones brutas <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	
	<b>Total</b>											
2008	13.444	5.269	2.195	701	4.939	340	1.192	817	83	106	163	24
2009	15.278	5.375	3.215	805	5.508	374	1.126	734	62	86	221	22
2009 IV	15.278	5.375	3.215	805	5.508	374	949	620	54	73	182	20
2010 I	15.532	5.468	3.177	844	5.654	389	1.024	642	61	74	227	20
II	15.703	5.455	3.211	848	5.770	418	1.026	661	61	80	198	26
III	15.741	5.427	3.209	847	5.821	437	998	632	75	67	197	27
2010 Ago	15.788	5.461	3.244	848	5.807	428	912	611	66	61	154	21
Sep	15.741	5.427	3.209	847	5.821	437	1.013	629	61	71	222	30
Oct	15.784	5.267	3.229	853	5.995	441	949	559	76	69	217	29
Nov	16.063	5.299	3.315	863	6.139	447	1.068	548	150	66	279	26
	<b>A corto plazo</b>											
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 IV	1.638	733	88	72	724	21	750	542	19	60	116	13
2010 I	1.625	747	78	76	706	17	754	536	27	61	120	10
II	1.597	734	88	73	681	21	792	570	31	67	110	16
III	1.635	743	92	71	692	37	771	547	28	58	118	20
2010 Ago	1.638	757	94	75	681	31	759	548	32	57	107	16
Sep	1.635	743	92	71	692	37	755	526	24	54	128	22
Oct	1.620	592	101	72	817	38	716	473	36	53	132	22
Nov	1.670	611	104	73	842	40	711	472	32	53	138	16
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2008	11.816	4.447	2.103	579	4.371	315	217	95	48	8	61	4
2009	13.640	4.643	3.126	733	4.784	353	251	99	44	17	84	7
2009 IV	13.640	4.643	3.126	733	4.784	353	199	79	35	13	66	7
2010 I	13.907	4.721	3.099	767	4.948	372	270	106	33	13	107	10
II	14.106	4.721	3.123	775	5.089	398	234	91	30	13	89	10
III	14.106	4.684	3.117	775	5.130	400	226	85	46	9	79	6
2010 Ago	14.150	4.703	3.150	773	5.126	398	153	63	34	4	47	5
Sep	14.106	4.684	3.117	775	5.130	400	258	103	37	17	94	8
Oct	14.164	4.675	3.127	781	5.178	403	232	86	40	15	84	7
Nov	14.393	4.688	3.211	791	5.297	406	357	76	118	12	141	9
	<b>del cual: a tipo fijo</b>											
2008	7.710	2.305	760	440	3.955	250	120	49	9	7	53	3
2009	8.830	2.587	1.034	600	4.338	271	173	60	18	16	74	4
2009 IV	8.830	2.587	1.034	600	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 I	9.093	2.658	1.048	627	4.482	278	186	61	10	12	95	7
II	9.308	2.663	1.080	655	4.625	286	156	47	12	11	81	5
III	9.330	2.650	1.067	658	4.670	286	141	48	12	8	70	4
2010 Ago	9.324	2.650	1.088	656	4.645	285	92	36	9	4	40	3
Sep	9.330	2.650	1.067	658	4.670	286	179	63	13	13	84	5
Oct	9.381	2.658	1.072	663	4.699	289	149	48	17	15	64	5
Nov	9.522	2.679	1.106	673	4.773	290	182	48	20	11	96	6
	<b>del cual: a tipo variable</b>											
2008	3.594	1.743	1.295	129	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.372	1.769	2.025	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 IV	4.372	1.769	2.025	123	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 I	4.360	1.774	1.981	130	382	93	70	38	20	1	7	3
II	4.341	1.770	1.968	110	383	110	65	37	16	1	5	6
III	4.343	1.755	1.981	109	386	112	73	29	33	1	6	3
2010 Ago	4.377	1.771	1.993	108	394	111	48	20	23	0	3	2
Sep	4.343	1.755	1.981	109	386	112	66	31	23	3	6	3
Oct	4.350	1.740	1.985	109	402	113	74	33	21	0	17	2
Nov	4.421	1.731	2.022	109	445	115	159	21	92	1	43	3

Fuente: BCE.

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

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

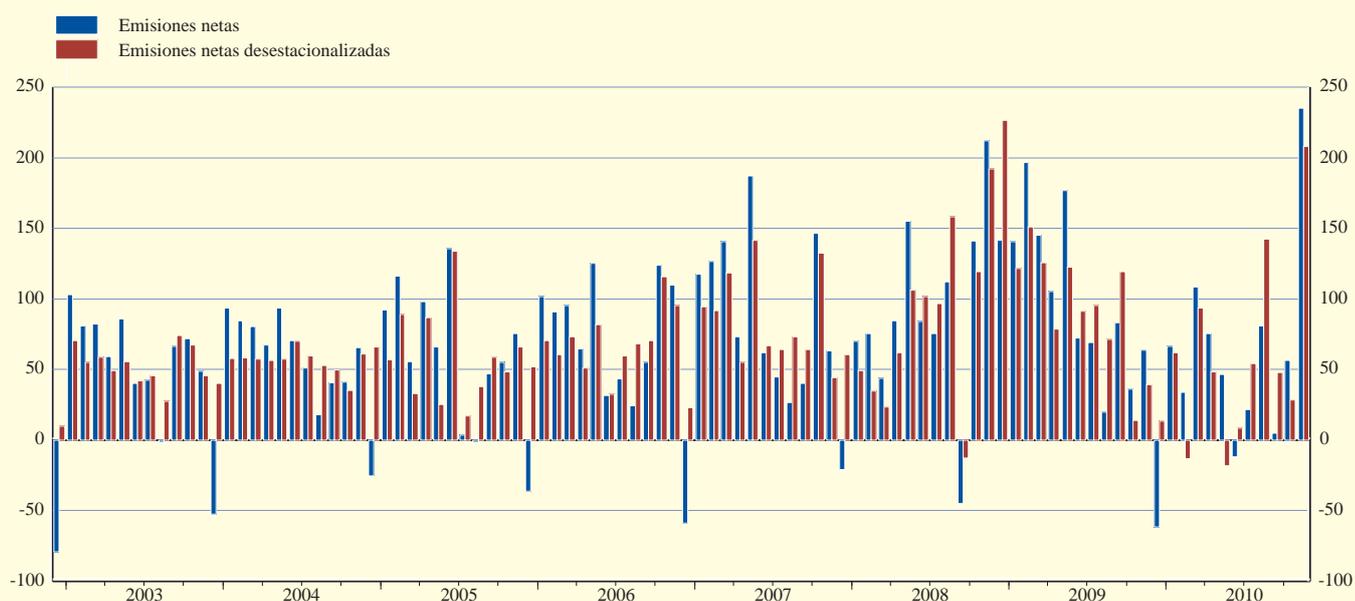
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <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	
<b>Total</b>												
2008	95,8	22,9	35,8	4,4	31,7	1,1	96,3	23,1	35,3	4,5	32,5	0,9
2009	87,2	10,3	19,3	8,6	46,2	2,8	86,9	10,2	18,9	8,3	46,7	2,9
2009 IV	12,7	-21,6	13,1	4,1	11,9	5,2	22,2	-10,5	-13,7	6,9	36,8	2,7
2010 I	69,6	25,6	-16,8	11,3	46,4	3,1	47,4	7,4	0,9	10,1	24,6	4,5
II	36,5	-12,2	3,3	4,9	34,9	5,6	12,7	-14,6	-2,0	0,7	23,0	5,7
III	35,6	2,3	3,8	2,7	20,5	6,4	81,4	11,7	27,4	5,1	29,5	7,7
2010 Ago	80,8	21,9	27,8	-1,7	30,6	2,1	142,2	31,3	55,6	4,8	46,7	3,8
Sep	4,9	-7,8	-24,7	6,2	22,3	8,8	48,0	18,0	4,0	7,5	8,3	10,2
Oct	56,4	-26,7	21,6	8,1	48,7	4,6	28,4	-37,6	-5,7	8,1	61,7	1,9
Nov	235,2	10,6	78,0	4,0	137,8	4,9	207,9	9,0	71,0	3,8	121,1	3,0
<b>A largo plazo</b>												
2008	65,3	15,9	32,7	2,8	13,4	0,5	64,8	16,1	32,1	2,8	13,3	0,5
2009	87,9	15,1	22,4	12,7	34,5	3,2	87,8	15,2	22,1	12,8	34,6	3,1
2009 IV	37,5	-14,0	11,9	7,8	27,3	4,4	34,1	-1,9	-14,6	9,0	38,1	3,5
2010 I	75,9	22,3	-13,3	9,8	52,8	4,3	75,1	12,5	4,8	10,5	43,0	4,2
II	47,4	-7,1	0,0	6,0	43,9	4,6	15,3	-17,0	-4,9	2,0	30,8	4,4
III	21,4	-1,8	2,6	3,3	16,3	0,9	66,9	5,9	24,8	5,2	28,6	2,3
2010 Ago	42,4	-3,4	19,2	0,5	24,5	1,5	103,4	5,4	46,9	6,1	42,7	2,2
Sep	4,9	4,4	-22,8	10,4	10,5	2,4	37,6	23,4	2,2	9,7	-2,7	5,0
Oct	66,6	-5,0	12,2	6,8	49,0	3,6	59,6	-3,8	-10,6	8,2	64,3	1,6
Nov	189,8	-6,4	75,7	3,8	113,9	2,8	158,4	-5,6	67,2	3,3	92,2	1,2

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 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	
<b>Total</b>												
2009 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
2009 Dic	7,8	2,3	10,4	14,7	11,2	10,0	4,9	-0,1	2,8	16,8	9,3	10,9
2010 Ene	7,1	2,4	9,3	14,0	10,1	9,4	4,3	0,6	0,6	12,4	8,8	8,6
2010 Feb	5,9	0,7	6,2	15,0	9,7	11,0	3,1	-1,3	-2,1	15,5	8,1	11,5
2010 Mar	5,5	1,5	4,5	16,2	8,5	11,8	2,6	-0,4	-3,4	13,2	6,9	12,3
2010 Abr	5,2	1,3	3,5	16,2	8,4	11,2	3,1	-2,2	-3,3	13,3	5,3	12,9
2010 May	4,2	-0,2	2,4	14,9	8,0	10,4	2,3	0,0	-3,0	12,1	5,4	11,3
2010 Jun	3,6	-0,4	1,3	12,4	7,2	13,7	2,4	-0,8	-0,2	8,1	5,2	16,7
2010 Jul	3,2	-0,9	0,2	10,2	7,4	15,2	2,2	-2,4	-0,1	8,1	6,0	22,4
2010 Ago	3,6	-0,3	1,3	10,3	7,2	15,4	4,3	0,6	4,8	5,4	6,4	19,9
2010 Sep	3,1	-0,3	0,6	8,7	6,2	16,6	3,7	-0,3	4,8	4,1	5,6	21,1
2010 Oct	3,2	0,1	0,4	8,5	6,2	16,0	3,4	-2,0	4,1	4,0	7,1	19,0
2010 Nov	4,3	0,1	2,5	8,3	7,9	16,4	6,3	0,1	8,5	4,6	10,3	21,7
<b>A largo plazo</b>												
2009 Nov	10,7	5,0	21,5	28,4	9,6	11,0	8,3	4,0	8,8	25,1	10,3	7,9
2009 Dic	8,9	4,0	12,6	26,3	9,5	12,0	6,0	2,4	3,4	21,8	8,9	11,2
2010 Ene	8,6	4,8	10,2	23,3	9,5	11,6	6,3	3,6	0,9	16,9	10,4	11,1
2010 Feb	7,5	3,3	7,1	22,6	9,7	12,4	4,8	0,3	-1,7	19,6	10,7	11,8
2010 Mar	7,2	3,8	5,5	22,8	9,2	12,8	4,8	1,4	-3,0	17,3	10,6	13,8
2010 Abr	7,1	3,2	4,4	21,7	10,4	11,0	4,6	1,7	-2,7	16,0	9,7	12,7
2010 May	5,9	1,6	2,9	18,6	10,1	8,9	3,5	-0,8	-2,8	12,4	9,9	9,9
2010 Jun	5,0	0,9	1,6	16,0	9,1	12,9	4,0	-0,6	0,0	10,5	9,4	14,7
2010 Jul	4,8	0,2	0,4	12,9	10,2	12,1	3,3	-3,0	0,1	9,0	10,1	13,1
2010 Ago	4,7	-0,3	1,1	13,1	10,2	11,8	4,6	-1,0	4,0	6,9	9,7	11,8
2010 Sep	4,1	0,0	0,4	11,4	8,9	12,3	3,6	-1,4	3,9	5,8	7,3	10,8
2010 Oct	4,1	0,0	0,1	10,7	9,1	11,4	3,6	-1,7	3,0	5,7	8,5	10,0
2010 Nov	4,8	-0,5	2,2	9,6	10,4	11,3	6,2	-0,1	7,6	6,9	10,8	12,9

### 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	33,2	7,1	7,6	3,2
2009	9,5	7,1	18,1	25,1	8,1	4,3	12,0	1,8	35,7	-1,9	0,1	20,7
2009 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	5,8	-2,1	4,6	26,9
II	9,7	7,3	7,3	23,3	10,2	7,5	-1,0	-4,2	0,3	-0,4	5,5	23,4
III	7,6	3,1	3,4	16,4	10,1	7,2	-1,3	-3,6	-1,2	-1,8	4,8	28,5
2010 Jun	8,0	4,3	4,7	19,2	9,5	7,6	-1,5	-3,6	-1,2	-1,3	2,0	30,9
Jul	7,7	3,1	3,2	16,0	10,5	6,7	-1,4	-3,5	-1,8	-2,0	5,4	30,0
Ago	7,5	2,6	3,6	16,5	10,3	7,1	-1,1	-3,9	-0,9	-2,1	6,6	27,0
Sep	7,0	2,8	2,2	14,0	9,7	7,8	-1,0	-3,1	-0,8	-1,2	3,3	26,3
Oct	6,9	2,9	3,1	13,0	9,4	7,0	-0,5	-3,1	-0,9	-1,1	8,7	25,4
Nov	7,1	2,5	3,7	11,8	10,0	6,8	1,0	-3,8	0,9	-0,5	18,6	25,3
En euros												
2008	3,0	4,8	6,7	3,2	1,7	1,3	14,3	6,6	34,9	7,2	8,0	2,0
2009	10,1	9,0	21,5	23,3	8,2	3,7	14,3	3,9	38,2	-2,4	-0,4	21,8
2009 IV	12,8	11,4	23,1	34,6	10,4	6,3	9,0	-0,2	25,4	-4,7	0,7	27,0
2010 I	11,4	10,8	15,0	29,6	9,7	8,0	1,6	-3,4	6,3	-2,4	3,2	26,9
II	9,9	7,4	8,3	23,8	10,2	7,2	-1,1	-3,9	-0,2	-0,6	4,1	23,4
III	7,9	2,7	4,5	16,8	10,3	7,2	-1,0	-2,9	-1,5	-2,5	4,1	28,6
2010 Jun	8,3	4,5	5,9	19,2	9,6	7,3	-1,8	-3,0	-2,4	-2,6	0,7	31,2
Jul	8,1	2,7	4,1	16,6	10,7	6,8	-1,1	-2,8	-1,9	-2,6	4,4	30,3
Ago	7,9	2,1	4,7	16,8	10,5	7,3	-0,8	-3,1	-1,2	-2,7	6,2	27,1
Sep	7,4	2,0	3,5	14,7	9,9	7,9	-0,6	-2,4	-0,7	-1,7	2,9	26,1
Oct	7,1	1,9	4,3	13,5	9,5	7,2	-0,2	-2,5	-1,0	-1,6	8,6	26,2
Nov	7,2	1,2	4,6	12,2	10,1	6,9	1,3	-2,8	0,2	-1,0	18,8	26,4

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)

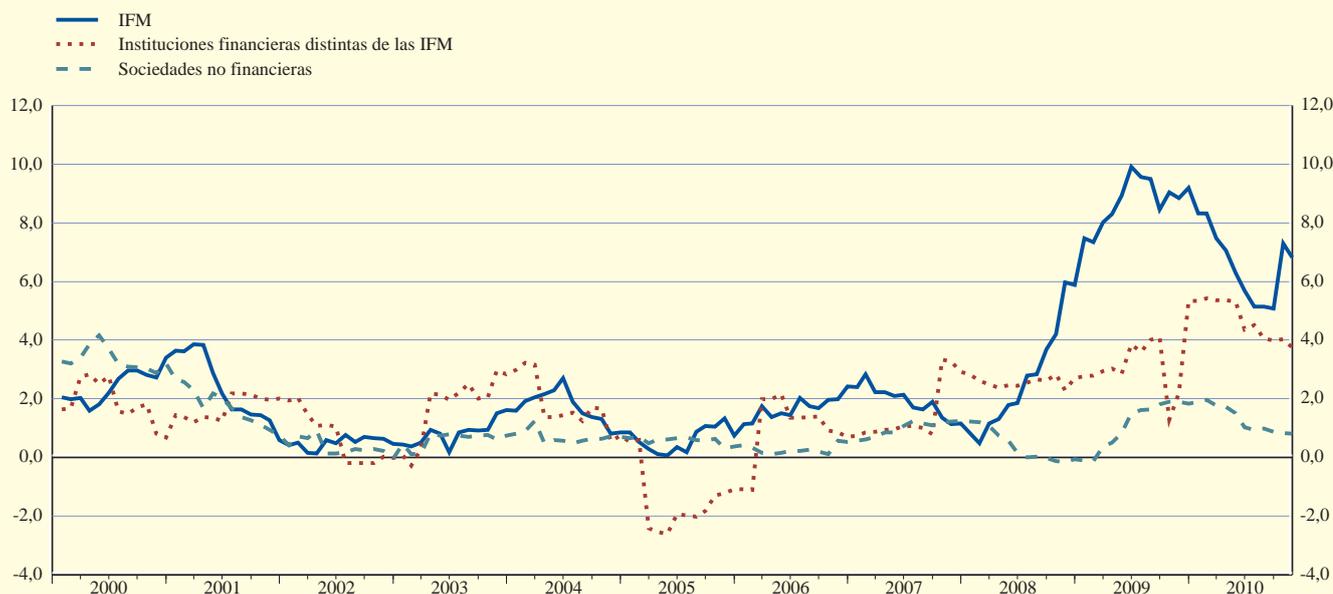
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(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 interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 Nov	3.501,5	105,2	0,9	392,1	6,0	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
Dic	3.509,5	105,4	1,0	375,0	5,9	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 Ene	3.312,9	105,6	1,1	340,9	7,5	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
Feb	2.941,5	105,6	1,1	273,8	7,4	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
Mar	3.024,7	106,1	1,5	312,8	8,0	223,9	2,9	2.488,0	0,4
Abr	3.457,7	106,2	1,6	410,4	8,3	274,6	3,0	2.772,7	0,5
May	3.604,0	106,5	1,9	448,8	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
Jun	3.556,1	107,3	2,7	445,3	9,9	279,4	3,9	2.831,4	1,5
Jul	3.841,4	107,5	2,7	505,7	9,6	301,1	3,6	3.034,6	1,6
Ago	4.039,5	107,5	2,7	568,4	9,5	321,7	4,0	3.149,3	1,6
Sep	4.208,3	107,6	2,8	588,4	8,5	352,2	4,1	3.267,7	1,8
Oct	4.063,0	107,8	2,7	563,3	9,0	326,7	1,3	3.173,0	1,9
Nov	4.077,6	108,1	2,7	563,8	8,8	318,4	2,2	3.195,3	1,9
Dic	4.409,3	108,5	3,0	566,0	9,2	349,4	5,3	3.493,9	1,8
2010 Ene	4.241,8	108,7	2,9	516,7	8,3	339,2	5,3	3.385,9	1,9
Feb	4.160,3	108,7	3,0	499,3	8,3	337,8	5,4	3.323,3	2,0
Mar	4.473,4	109,0	2,8	543,6	7,5	363,8	5,4	3.566,0	1,8
Abr	4.408,1	109,0	2,7	508,4	7,1	344,2	5,4	3.555,5	1,7
May	4.092,5	109,1	2,4	445,9	6,3	321,3	5,3	3.325,3	1,5
Jun	4.054,9	109,3	1,9	446,6	5,7	314,3	4,4	3.294,0	1,0
Jul	4.255,7	109,4	1,7	519,9	5,1	336,8	4,5	3.399,0	0,9
Ago	4.120,4	109,4	1,7	479,3	5,1	313,1	4,1	3.327,9	1,0
Sep	4.344,4	109,4	1,7	487,0	5,1	325,4	4,0	3.531,9	0,9
Oct	4.529,9	109,8	1,8	514,4	7,3	332,4	4,0	3.683,1	0,8
Nov	4.408,3	110,0	1,7	437,8	6,8	311,3	3,8	3.659,2	0,8

#### G19 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

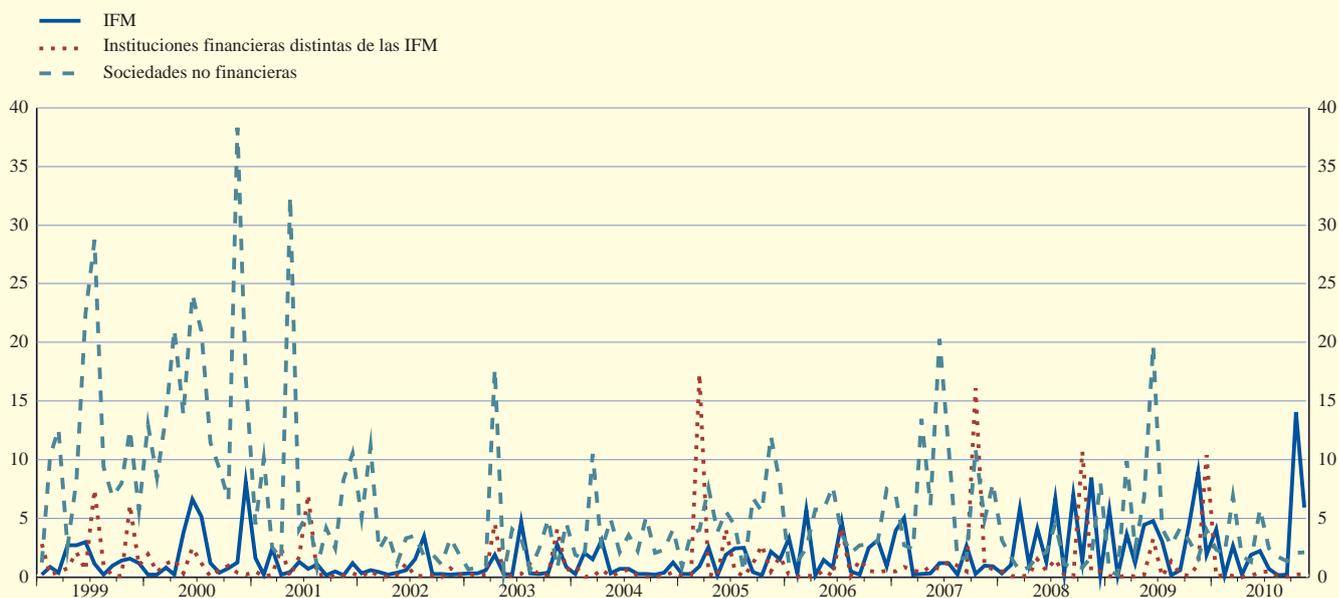
(mm de euros; valores de mercado)

#### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amorti- zaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amorti- zaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amorti- zaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amorti- zaciones 11	Emisiones netas 12
2008 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
Sep	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
Oct	16,3	1,1	15,2	14,0	0,0	14,0	0,2	0,0	0,2	2,0	1,1	1,0
Nov	8,2	1,0	7,3	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	0,9	1,2

#### G20 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro <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
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	2,35	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	2,26	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	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,22	0,74
Ago	0,43	2,21	2,54	2,35	1,50	1,91	0,45	1,01	2,01	2,22	0,70
Sep	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71
Oct	0,44	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,50	1,18	2,36	2,53	0,94
Nov	0,44	2,33	2,65	2,66	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
Dic	0,44	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,49	1,19	2,55	2,33	1,07

##### 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				Préstamos para adquisición de vivienda				Otros fines por fijación inicial del tipo			
		Por fijación inicial del tipo			Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	Por fijación inicial del tipo				Tasa anual equivalente <sup>4)</sup>	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
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	6,78	6,12	7,92	7,67	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	8,80	5,18	6,13	7,74	7,11	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,01	4,22	4,27
Jul	8,74	5,48	6,22	7,77	7,32	2,66	3,60	3,94	3,84	3,64	3,15	4,29	4,27
Ago	8,72	5,38	6,26	7,87	7,35	2,83	3,63	3,95	3,80	3,76	3,35	4,52	4,14
Sep	8,74	5,52	6,18	7,87	7,31	2,75	3,57	3,84	3,74	3,62	3,33	4,35	4,07
Oct	8,66	5,36	6,03	7,71	7,15	2,76	3,57	3,78	3,69	3,61	3,37	4,43	4,21
Nov	8,61	5,39	6,08	7,64	7,14	2,80	3,55	3,76	3,70	3,66	3,55	4,37	4,17
Dic	8,59	5,15	5,94	7,22	6,85	2,78	3,54	3,80	3,70	3,68	3,39	4,31	4,14

##### 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	2	3	4	5	6	7
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	2,84	3,41
Jun		3,70	3,25	4,11	3,80	2,17	2,86	3,37
Jul		3,70	3,27	4,27	3,95	2,26	2,85	3,19
Ago		3,75	3,38	4,19	3,84	2,28	2,92	3,65
Sep		3,80	3,34	4,13	3,78	2,26	2,72	3,51
Oct		3,83	3,42	4,19	3,82	2,33	2,94	3,46
Nov		3,85	3,55	4,30	3,82	2,42	3,05	3,53
Dic		3,87	3,50	4,19	3,85	2,59	2,84	3,49

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	
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	3,11	1,24
Jul	0,43	2,15	2,73	1,40	1,93	0,45	1,54	3,14	1,24
Ago	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,57	3,11	1,25
Sep	0,43	2,20	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
Oct	0,44	2,22	2,70	1,54	1,82	0,50	1,68	3,07	1,29
Nov	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,50	1,70	3,11	1,33
Dic	0,44	2,28	2,70	1,55	1,84	0,49	1,75	3,08	1,49

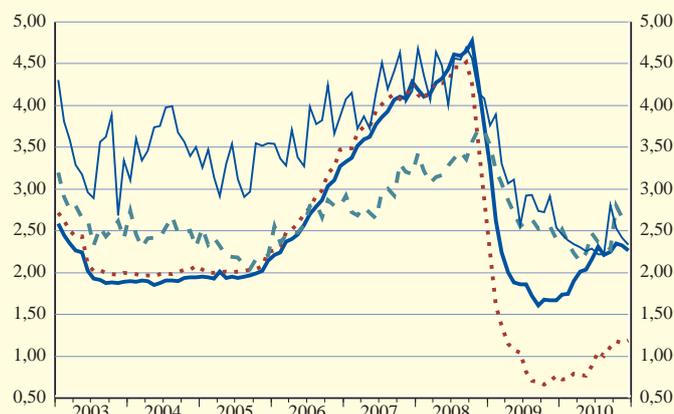
**5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)**

	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
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	7,61	6,48	5,21	3,29	3,22	3,30
Jul	3,73	3,93	3,82	7,70	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
Ago	3,79	3,89	3,81	7,74	6,46	5,20	3,37	3,28	3,34
Sep	3,83	3,88	3,83	7,83	6,46	5,21	3,42	3,29	3,38
Oct	3,80	3,86	3,83	7,79	6,45	5,20	3,48	3,34	3,38
Nov	3,77	3,86	3,85	7,66	6,47	5,22	3,50	3,39	3,42
Dic	3,73	3,83	3,82	7,65	6,43	5,19	3,51	3,41	3,42

**G21 Nuevos depósitos a plazo**

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

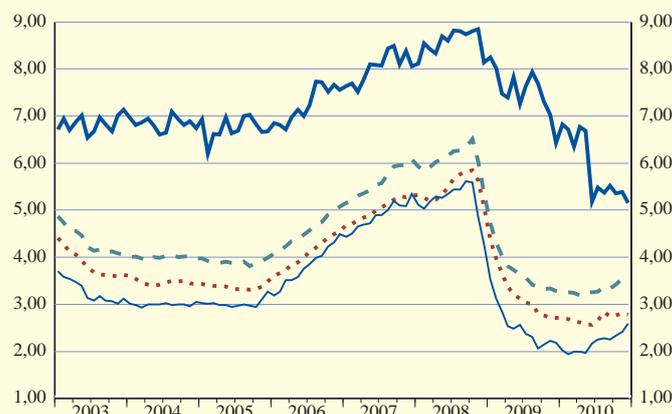
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- - - De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, más de 2 años



**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
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
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2009 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
IV	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
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
Nov	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
Dic	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18
2011 Ene	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19

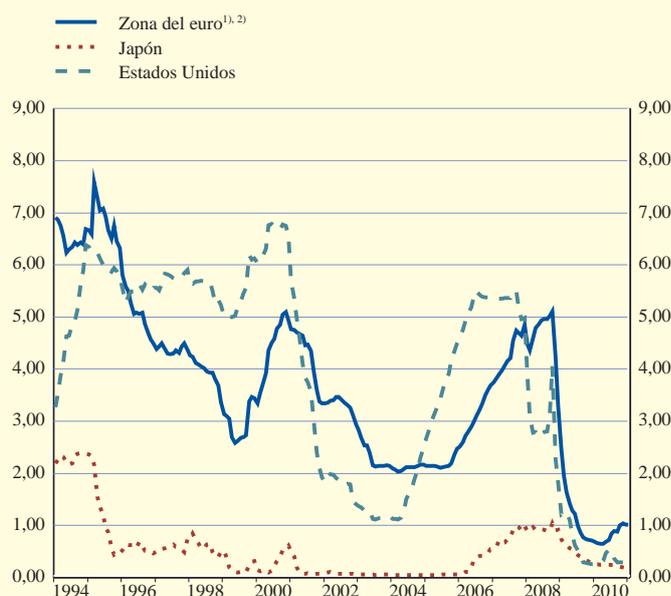
#### G23 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1),2)</sup>

(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>

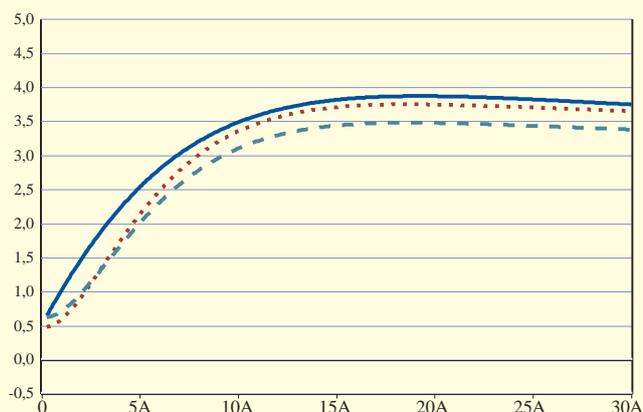
(deuda de las Administraciones centrales con calificación AAA de la zona del euro; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	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
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
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
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	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
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
Nov	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
Dic	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2011 Ene	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62

#### G25 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

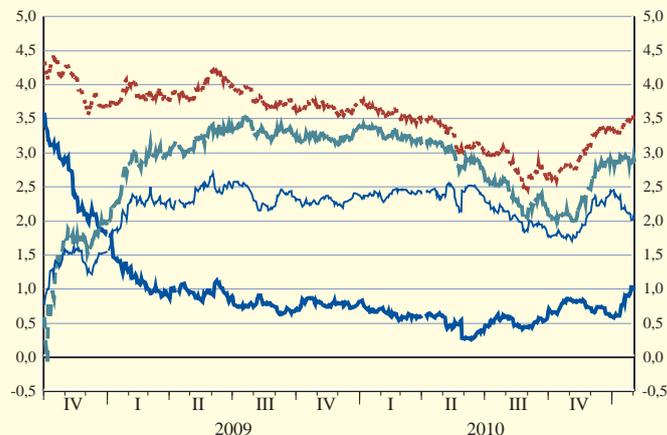
— Enero 2011  
- - - Diciembre 2010  
- - - Noviembre 2010



#### G26 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro <sup>2)</sup>

(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.
- 2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales con calificación AAA.

## 4.8 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
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
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
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
IV	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2010 Ene	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
Feb	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
Mar	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
Abr	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
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
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
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
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
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
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
Nov	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
Dic	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5
2011 Ene	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5

## 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
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
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,6
2009 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	0,7	0,1	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
IV	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,6	0,6	0,2	2,0	0,3	2,0	2,4
2010 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	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	1,7	2,1
Oct	110,5	1,9	1,1	2,3	1,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,6	0,1	1,9	2,4
Nov	110,6	1,9	1,1	2,3	1,3	0,2	0,2	0,4	0,1	0,8	0,0	1,8	2,4
Dic	111,3	2,2	1,1	2,9	1,3	0,3	0,3	0,4	0,0	2,3	0,1	2,2	2,4
2011 Ene <sup>4)</sup>		2,4											

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total <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
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2010	1,0	0,9	1,2	2,1	0,4	7,4	1,8	1,4	2,3	-0,8	1,0	1,5
2009 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
IV	1,9	1,3	2,8	2,8	0,8	9,1	1,7	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2010 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
Oct	1,7	1,2	2,4	2,6	0,7	8,5	1,6	1,3	1,9	-1,0	1,3	1,5
Nov	1,8	1,3	2,7	2,6	0,8	7,9	1,7	1,3	2,0	-0,8	1,2	1,5
Dic	2,1	1,5	3,2	3,3	0,7	11,0	1,7	1,3	1,7	-0,7	1,2	1,4

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<sup>1)</sup>

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>3)</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>4)</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
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,2	4,6
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,4	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	.	.
2009 IV	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,5	0,4	-2,8	-9,5	-0,3	-1,5
2010 I	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,3
II	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	-0,1	0,6	-0,2	7,2	2,4	1,8
III	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,8	2,5	2,4
IV	113,5	4,7	4,5	3,1	5,8	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	.	.
2010 Jul	112,1	4,0	3,8	2,1	4,5	0,6	0,4	1,0	0,3	9,6	-	-
Ago	112,2	3,6	3,3	2,3	4,7	0,7	0,5	1,1	0,4	7,4	-	-
Sep	112,5	4,3	4,0	2,6	5,1	0,7	0,8	1,2	0,7	9,4	-	-
Oct	112,9	4,4	4,1	2,9	5,5	0,8	1,2	1,3	1,2	8,7	-	-
Nov	113,3	4,5	4,3	3,0	5,8	0,8	1,5	1,4	1,4	8,8	-	-
Dic	114,3	5,3	5,2	3,3	6,2	0,8	1,7	1,4	1,8	11,3	-	-

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto

	Precios del petróleo <sup>5)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB <sup>1)</sup>								
		Ponderados <sup>6)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>7)</sup> por el destino			Total (d.: índice: 2000 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones <sup>8)</sup>	Impor- taciones <sup>8)</sup>	
		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
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	116,5	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	118,9	2,0	2,6	2,7	2,6	2,3	2,6	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	120,0	0,9	0,0	-0,2	2,1	-0,8	-3,2	-5,7	
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	.	.	.	.	.	.	.	.	
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	-0,9	-2,3	-3,3	
2010 I	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,5	0,5	0,1	1,2	1,6	0,2	2,6	1,6	
II	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,9	0,9	1,0	2,0	1,9	1,5	5,0	5,5	
III	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,4	1,1	1,4	2,3	1,3	2,0	5,1	5,9	
IV	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	.	.	.	.	.	.	.	.	
2010 Ago	59,9	47,6	26,7	58,5	46,1	39,5	51,0	.	.	.	.	.	.	.	.	
Sep	59,8	54,7	36,8	63,7	54,8	52,2	56,6	.	.	.	.	.	.	.	.	
Oct	60,2	47,5	34,8	53,9	50,3	52,4	48,9	.	.	.	.	.	.	.	.	
Nov	63,1	48,6	35,3	55,5	47,3	44,4	49,5	.	.	.	.	.	.	.	.	
Dic	69,6	49,6	39,5	54,9	48,5	48,9	48,2	.	.	.	.	.	.	.	.	
2011 Ene	72,6	45,7	42,5	47,3	43,7	46,3	41,8	.	.	.	.	.	.	.	.	

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) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

4) En 2005.

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 <sup>1)</sup>

(datos desestacionalizados)

	Total (índice: 2000 = 100)	Total	Por ramas de actividad					Administración pública, educación, sanidad y otros servicios	8
			Agricultura, caza, silvicultura y pesca	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Comercio, reparaciones, hostelería, transporte y comunicaciones	Intermediación financiera, actividades inmobiliarias y de alquiler y servicios empresariales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costes laborales unitarios <sup>2)</sup>									
2008	115,6	3,5	1,0	5,3	4,1	2,6	3,2	2,7	
2009	120,1	3,9	-1,9	9,6	1,6	5,2	0,9	2,8	
2009 IV	120,0	1,4	-0,8	1,0	2,1	2,7	0,6	2,0	
2010 I	119,9	-0,5	0,0	-6,5	2,1	-0,2	1,0	1,2	
II	119,6	-0,6	0,7	-6,5	2,3	-1,0	1,2	1,7	
III	119,5	-0,5	2,2	-4,2	1,9	-0,5	1,8	0,2	
Remuneración por asalariado									
2008	121,6	3,2	3,8	3,0	5,1	2,6	2,7	3,4	
2009	123,5	1,6	2,5	0,4	2,4	1,7	1,4	2,5	
2009 IV	124,3	1,5	2,3	0,6	2,1	1,5	1,8	2,1	
2010 I	124,6	1,5	1,3	2,6	0,2	1,6	2,0	1,1	
II	125,5	1,9	2,0	4,0	1,4	1,4	1,3	1,5	
III	125,9	1,5	1,8	3,5	1,7	1,8	1,6	0,2	
Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>3)</sup>									
2008	105,2	-0,3	2,8	-2,1	0,9	0,0	-0,5	0,7	
2009	102,8	-2,3	4,5	-8,4	0,8	-3,4	0,5	-0,2	
2009 IV	103,6	0,1	3,1	-0,4	0,0	-1,2	1,1	0,2	
2010 I	104,0	2,1	1,3	9,7	-1,8	1,8	1,0	-0,1	
II	105,0	2,6	1,3	11,2	-0,9	2,4	0,1	-0,1	
III	105,4	2,1	-0,4	8,1	-0,2	2,3	-0,2	0,0	
Remuneración por hora trabajada									
2008	123,9	3,1	2,7	3,5	4,4	2,7	2,4	3,1	
2009	128,0	3,3	3,9	4,7	4,6	2,8	2,6	2,9	
2009 IV	128,4	2,3	3,8	1,7	4,3	2,1	2,5	2,3	
2010 I	128,6	0,9	4,1	0,3	0,3	1,0	1,7	0,7	
II	129,2	1,1	3,0	0,1	1,7	1,1	0,9	1,2	
III	129,3	0,8	1,4	0,2	2,6	1,4	1,1	-0,2	
Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>3)</sup>									
2008	108,0	-0,2	3,0	-1,6	0,6	0,4	-0,8	0,5	
2009	107,1	-0,8	4,9	-4,7	2,5	-2,4	1,9	0,1	
2009 IV	107,7	0,7	4,0	0,5	1,3	-0,8	1,9	0,3	
2010 I	107,9	1,5	3,5	7,2	-2,3	1,0	0,8	-0,7	
II	108,7	1,8	2,9	7,3	-1,2	1,9	-0,2	-0,5	
III	108,9	1,3	1,3	4,5	-0,2	1,6	-0,5	-0,4	

### 5. Índices de costes laborales <sup>1), 4)</sup>

	Total (d.; índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>5)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total <sup>6)</sup>	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2008	100,0	3,4	3,7	2,8	3,6	4,8	3,2	3,3
2009	102,8	2,9	2,7	3,4	3,3	3,4	2,5	2,7
2009 IV	103,5	2,0	1,8	2,6	1,2	3,2	2,3	2,2
2010 I	103,9	1,9	1,8	2,1	1,7	2,7	1,9	1,8
II	104,2	1,6	1,5	1,9	0,8	2,3	1,9	1,9
III	104,1	0,8	0,7	1,2	0,3	0,6	1,1	1,4

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) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

3) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

4) 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.

5) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

6) En 2008.

## 5.2 Producto y demanda

### 1. PIB y componentes del gasto <sup>1)</sup>

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>2)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>3)</sup>	Total	Exportaciones <sup>2)</sup>	Importaciones <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
	<i>Precios corrientes (mm de euros; datos desestacionalizados)</i>								
2006	8.578,2	8.481,5	4.883,5	1.735,6	1.837,6	24,8	96,7	3.464,7	3.368,0
2007	9.037,5	8.904,4	5.083,6	1.805,9	1.975,0	39,9	133,1	3.745,8	3.612,6
2008	9.255,7	9.160,4	5.243,3	1.896,1	1.999,3	21,8	95,3	3.874,2	3.778,8
2009	8.966,1	8.849,1	5.175,9	1.982,2	1.759,6	-68,6	117,0	3.257,9	3.140,9
2009 III	2.244,7	2.209,1	1.291,7	499,9	434,8	-17,3	35,6	816,6	781,0
IV	2.250,4	2.208,9	1.301,3	498,0	430,6	-21,0	41,5	840,2	798,7
2010 I	2.265,6	2.238,1	1.312,5	503,4	431,4	-9,2	27,5	876,4	848,9
II	2.296,6	2.273,6	1.326,0	506,2	443,7	-2,4	23,0	929,2	906,1
III	2.314,2	2.282,4	1.333,9	508,5	444,3	-4,2	31,8	955,8	924,0
	<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>4)</sup>)</i>								
	<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 III	0,4	0,3	-0,2	0,5	-1,2	-	-	2,2	2,1
IV	0,2	-0,1	0,3	-0,1	-1,2	-	-	2,0	1,2
2010 I	0,4	0,9	0,3	0,1	-0,3	-	-	2,6	4,2
II	1,0	0,9	0,2	0,1	2,0	-	-	4,4	4,3
III	0,3	0,2	0,1	0,4	-0,3	-	-	1,9	1,5
	<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	2,9	2,1	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,9	2,6	1,7	2,3	4,7	-	-	6,3	5,8
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,1	-3,5	-1,1	2,4	-11,4	-	-	-13,2	-12,0
2009 III	-4,0	-3,3	-1,2	2,6	-12,0	-	-	-13,8	-12,4
IV	-2,1	-2,8	-0,5	1,7	-9,7	-	-	-5,3	-7,2
2010 I	0,8	0,5	0,4	1,1	-5,0	-	-	5,6	4,9
II	2,0	2,1	0,6	0,6	-0,8	-	-	11,7	12,4
III	1,9	1,9	1,0	0,4	0,2	-	-	11,4	11,7
	<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>								
2009 III	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,6	0,0	-	-
IV	0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
2010 I	0,4	0,9	0,2	0,0	-0,1	0,7	-0,5	-	-
II	1,0	0,9	0,1	0,0	0,4	0,4	0,1	-	-
III	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,1	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	0,1	-	-
2007	2,8	2,6	1,0	0,5	1,0	0,2	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,2	0,5	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
2009 III	-4,0	-3,3	-0,7	0,5	-2,6	-0,5	-0,7	-	-
IV	-2,0	-2,8	-0,3	0,4	-2,0	-0,8	0,7	-	-
2010 I	0,8	0,5	0,2	0,2	-1,0	1,0	0,3	-	-
II	2,0	2,1	0,3	0,1	-0,2	1,7	-0,1	-	-
III	1,9	1,9	0,5	0,1	0,0	1,2	0,0	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) 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 <sup>1)</sup>

	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	7.662,2	140,6	1.564,3	480,2	1.602,8	2.141,6	1.732,7	916,0
2007	8.076,7	152,7	1.653,7	512,9	1.677,5	2.276,6	1.803,4	960,8
2008	8.309,0	147,5	1.652,0	529,7	1.734,5	2.359,3	1.885,9	946,8
2009	8.072,0	132,4	1.438,4	508,2	1.669,0	2.364,7	1.959,3	894,1
2009 III	2.021,8	32,3	361,9	126,0	417,7	592,0	491,9	222,9
IV	2.024,5	32,8	363,7	124,3	417,3	593,8	492,7	225,8
2010 I	2.039,6	34,5	370,1	122,3	420,0	595,0	497,8	226,0
II	2.062,1	35,1	378,3	124,2	425,1	598,3	501,1	234,6
III	2.072,3	35,8	379,5	124,1	428,4	603,5	501,1	241,9
<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>2)</sup>)</b>								
<i>tasas de variación intertrimestral</i>								
2009 III	0,4	0,3	2,0	-1,8	0,0	0,2	0,2	0,6
IV	0,1	-0,7	0,6	-1,7	0,0	0,1	0,3	1,0
2010 I	0,6	1,5	2,0	-1,6	0,5	0,4	0,3	-1,7
II	0,8	-0,7	2,0	0,8	0,8	0,7	0,2	2,5
III	0,3	-1,1	0,4	-0,7	0,2	0,5	0,3	0,6
<i>tasas de variación interanual</i>								
2006	3,0	-0,2	3,7	2,9	3,0	4,1	1,5	3,2
2007	3,1	1,4	3,2	2,4	3,6	4,0	1,7	0,8
2008	0,7	0,9	-2,2	-1,2	1,3	1,7	1,9	-1,4
2009	-4,2	2,1	-13,3	-5,9	-5,1	-1,6	1,1	-2,9
2009 III	-4,2	2,4	-12,9	-6,0	-5,1	-1,5	1,0	-2,8
IV	-2,3	1,6	-6,8	-5,8	-3,3	-0,8	1,2	-0,1
2010 I	0,9	0,6	3,6	-6,6	0,4	0,9	1,3	0,1
II	1,9	0,5	6,8	-4,2	1,4	1,4	1,1	2,4
III	1,9	-1,0	5,2	-3,1	1,6	1,8	1,2	2,4
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>								
2009 III	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
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	0,2	0,2	0,1	-
III	0,3	0,0	0,1	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	0,8	0,2	0,6	1,1	0,4	-
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	0,3	-
2009 III	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,4	0,2	-
IV	-2,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,2	0,3	-
2010 I	0,9	0,0	0,6	-0,4	0,1	0,2	0,3	-
II	1,9	0,0	1,2	-0,3	0,3	0,4	0,3	-
III	1,9	0,0	0,9	-0,2	0,3	0,5	0,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) 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 <sup>1)</sup>

	Total		Industria, excluida construcción									Construcción
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Industria manufacturera	Industria, excluidas construcción y energía						Energía		
				Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
							Total	Duradero	No duradero			
% del total <sup>2)</sup>	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	2,5	-0,9	1,4
2008	-2,6	106,3	-1,8	-1,9	-2,0	-3,5	-0,2	-2,1	-5,7	-1,5	0,3	-5,5
2009	-13,8	90,5	-14,9	-15,9	-16,0	-19,2	-20,8	-5,0	-17,4	-3,0	-5,3	-8,3
2009 IV	-7,4	92,1	-7,4	-8,0	-8,1	-6,8	-13,8	-2,7	-10,1	-1,5	-3,6	-6,2
2010 I	1,8	94,3	4,7	4,9	4,9	8,0	2,5	3,1	0,0	3,5	3,2	-10,0
II	6,1	96,6	9,0	9,3	9,3	13,9	9,0	3,7	4,9	3,5	5,5	-3,9
III	3,8	97,6	7,0	7,6	7,7	9,4	9,8	3,3	3,8	3,2	1,6	-8,1
2010 Jun	6,9	96,9	8,3	8,8	8,8	11,8	8,9	4,3	7,8	3,8	3,4	1,9
Jul	4,0	97,1	7,4	7,8	8,0	9,7	9,6	3,9	5,0	3,7	2,3	-7,8
Ago	4,9	98,2	8,5	9,5	9,6	11,5	12,5	4,4	6,7	4,2	1,2	-8,7
Sep	2,7	97,5	5,5	6,0	6,1	7,5	8,2	1,6	1,1	1,7	1,2	-7,8
Oct	4,4	98,3	7,2	7,7	8,0	7,8	12,3	3,3	2,0	3,4	1,2	-5,9
Nov	4,8	99,6	7,7	8,1	8,0	8,5	12,2	2,6	0,8	2,8	4,8	-6,4
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>												
2010 Jun	1,0	-	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,4	0,1	-0,7	0,2	-1,7	2,0
Jul	-1,3	-	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	-0,6	0,2	0,2	-3,6
Ago	0,8	-	1,2	1,2	1,1	1,6	3,1	0,0	1,5	-0,2	-0,2	-0,2
Sep	-0,6	-	-0,7	-1,0	-0,6	-0,9	-1,0	-0,8	-2,2	-0,5	-1,1	-1,6
Oct	0,7	-	0,8	1,0	1,1	0,4	1,8	0,4	0,0	0,4	1,1	0,4
Nov	0,9	-	1,3	1,2	0,3	1,9	1,4	0,1	0,6	0,1	1,4	-0,8

### 4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles <sup>1)</sup>

	Nuevos pedidos		Cifra de negocios		Ventas al por menor, excluido combustible para vehículos de motor							Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera <sup>3)</sup> (precios corrientes)		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) <sup>4)</sup>	Total
	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2005 = 100)	Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar			
% del total <sup>2)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	113,0	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,2	-1,8	-1,9	898	-7,9
2009	87,5	-22,8	95,4	-18,5	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-4,2	926	3,3
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	851	-8,6
2010 I	95,0	13,8	100,9	6,3	0,8	102,4	0,9	1,4	0,8	3,6	0,7	893	7,4
II	102,5	22,6	104,3	12,2	1,2	102,3	1,0	0,3	1,6	-0,2	2,8	823	-12,7
III	105,9	16,1	105,9	10,1	2,2	102,6	1,8	0,4	2,9	5,5	1,5	824	-17,0
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	864	-11,3
2010 Jul	103,8	12,3	104,9	7,5	2,2	102,6	1,6	2,2	1,5	4,9	0,8	783	-18,3
Ago	109,3	24,8	107,5	14,9	2,2	102,8	1,9	-1,1	4,5	7,9	2,9	831	-20,5
Sep	104,7	13,5	105,3	9,1	2,1	102,5	1,7	0,1	2,9	4,2	0,9	858	-12,8
Oct	106,2	14,9	107,6	8,5	2,0	102,6	1,6	0,6	2,3	2,3	0,7	798	-14,9
Nov	108,4	20,0	108,3	13,7	1,5	101,8	0,6	0,3	0,9	2,2	-2,2	873	-10,4
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	921	-7,7
<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>													
2010 Ago	-	5,2	-	2,5	0,1	-	0,2	-0,9	1,0	0,4	1,0	-	6,1
Sep	-	-4,2	-	-2,1	-0,2	-	-0,3	0,0	-0,6	-1,2	-0,9	-	3,3
Oct	-	1,4	-	2,2	0,2	-	0,2	0,3	0,0	0,2	0,0	-	-7,0
Nov	-	2,1	-	0,6	-0,7	-	-0,8	-0,5	-1,0	-0,9	-1,5	-	9,4
Dic	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	5,5

Fuentes: Eurostat, excepto columnas 12 y 13 del cuadro 4 de la sección 5.2 [que incluye cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (ACEA, en sus siglas en inglés)].

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) En 2005.

3) Incluye las industrias manufactureras que basan su producción principalmente en pedidos y que representaban el 61,2% del total de las manufacturas en 2005.

4) 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	
2007	109,4	4,5	5,1	4,9	13,4	84,2	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,4	-9,3	-14,9	11,2	-1,7	81,8	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,2	-28,4	-56,2	14,1	-15,0	71,1	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,7	-4,7	-24,4	0,5	10,9	76,8	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2009 IV	91,5	-18,6	-50,1	6,7	1,2	71,8	-17,0	-2,9	-10,6	47,9	-6,8
2010 I	96,3	-12,1	-41,2	2,4	7,2	74,0	-16,8	-3,7	-10,9	45,9	-6,8
II	99,1	-6,2	-28,1	0,2	9,6	76,5	-16,7	-6,2	-17,8	33,8	-8,9
III	102,1	-2,5	-18,1	0,1	10,7	77,8	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
IV	105,3	2,2	-10,1	-0,7	16,0	79,0	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2010 Ago	102,2	-2,6	-17,7	0,3	10,3	-	-11,4	-5,3	-9,4	23,1	-7,7
Sep	103,2	-1,3	-15,6	0,2	12,0	-	-11,0	-4,8	-10,7	20,2	-8,3
Oct	103,9	0,4	-12,7	0,3	14,2	78,1	-10,9	-5,5	-10,3	21,6	-6,1
Nov	105,3	1,2	-11,6	-0,5	14,7	-	-9,4	-5,0	-6,7	19,8	-6,1
Dic	106,6	4,9	-6,1	-1,9	19,0	-	-11,0	-5,8	-9,2	21,3	-7,7
2011 Ene	106,5	6,0	-2,9	-1,8	19,0	80,0	-11,2	-6,6	-10,1	19,9	-8,2

	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
2007	0,0	-7,3	7,3	0,9	4,8	14,9	12,8	19,5	15,7	19,3	23,5
2008	-13,3	-20,2	-6,4	-6,9	-5,8	16,5	1,5	2,0	-4,9	3,9	7,0
2009	-31,1	-40,1	-22,2	-15,5	-20,6	11,1	-14,9	-15,6	-22,0	-16,1	-8,7
2010	-27,3	-38,4	-16,3	-3,3	-4,3	7,8	2,3	5,3	2,7	4,9	8,3
2009 IV	-28,0	-40,1	-15,8	-12,2	-19,5	9,6	-7,3	-4,3	-7,8	-7,9	3,0
2010 I	-27,5	-37,5	-17,6	-6,6	-9,1	8,5	-2,3	0,4	-3,7	-1,9	6,9
II	-27,8	-39,9	-15,7	-4,3	-4,9	8,3	0,3	4,3	0,6	4,3	8,1
III	-27,9	-39,9	-16,0	-2,8	-4,5	6,6	2,6	7,1	5,4	8,0	8,0
IV	-26,1	-36,2	-16,0	0,6	1,1	7,9	8,7	9,3	8,5	9,1	10,4
2010 Ago	-28,7	-38,4	-19,0	-3,3	-4,6	6,8	1,3	7,1	5,7	7,7	7,9
Sep	-26,4	-39,5	-13,3	-0,9	-2,7	6,0	6,0	7,8	5,4	7,8	10,2
Oct	-25,5	-35,4	-15,6	-1,1	-0,3	9,7	6,7	8,1	6,9	6,6	10,9
Nov	-26,3	-36,6	-16,1	-1,5	-4,5	7,7	7,7	10,3	9,4	11,1	10,4
Dic	-26,5	-36,6	-16,3	4,5	8,0	6,2	11,8	9,6	9,3	9,6	9,9
2011 Ene	-26,0	-39,0	-13,0	0,1	1,0	4,8	4,1	9,2	7,6	8,3	11,8

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 (por debajo) 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 <sup>2)</sup>

	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>3)</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	147,472	1,8	2,0	0,7	-1,7	0,3	3,7	1,9	4,3	1,3
2008	148,606	0,8	1,0	-0,4	-1,8	0,0	-2,1	1,2	2,1	1,2
2009	145,805	-1,9	-1,8	-2,2	-2,2	-5,4	-6,7	-1,8	-2,1	1,4
2009 IV	145,016	-2,1	-2,1	-1,9	-1,5	-6,4	-5,9	-2,2	-1,9	1,1
2010 I	145,039	-1,3	-1,4	-0,6	-0,7	-5,6	-4,9	-1,4	-0,2	1,5
II	145,144	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-4,0	-3,4	-1,0	1,3	1,3
III	145,092	-0,2	0,0	-1,0	-0,6	-2,7	-2,9	-0,7	2,0	1,2
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2009 IV	-0,295	-0,2	-0,2	-0,1	0,7	-1,2	-0,6	-0,5	0,2	0,3
2010 I	0,023	0,0	0,0	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-0,1	0,5	0,5
II	0,105	0,1	0,2	-0,7	-1,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,0	0,2
III	-0,052	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,2

### 2. Empleo en términos de horas trabajadas <sup>2)</sup>

	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>3)</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	238.401,2	1,7	2,0	0,7	-2,5	0,6	3,7	1,9	4,4	1,0
2008	239.937,5	0,6	1,0	-0,8	-2,0	-0,5	-1,8	0,9	2,5	1,4
2009	231.896,0	-3,4	-3,5	-2,9	-2,6	-9,0	-8,2	-2,7	-3,4	1,0
2009 IV	57.834,5	-2,7	-2,9	-2,0	-2,3	-7,3	-7,0	-2,5	-2,6	0,9
2010 I	57.897,8	-0,7	-0,8	-0,2	-2,8	-3,3	-4,5	-0,6	0,1	2,0
II	58.073,9	0,2	0,3	-0,3	-2,3	-0,4	-3,0	-0,4	1,6	1,6
III	58.151,4	0,6	0,8	0,0	-2,3	0,7	-2,9	0,1	2,3	1,6
<i>tasas de variación intertrimestral</i>										
2009 IV	35,5	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,8	0,0	0,7	0,3
2010 I	63,3	0,1	0,1	0,2	-1,2	-0,1	-1,0	0,0	0,2	0,8
II	176,1	0,3	0,4	-0,2	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,9	0,2
III	77,4	0,1	0,2	-0,2	-0,7	0,5	-1,2	0,1	0,5	0,3

### 3. Horas trabajadas por persona ocupada <sup>2)</sup>

	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	1,617	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2
2008	1,615	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,5	0,3	-0,4	0,3	0,2
2009	1,590	-1,5	-1,7	-0,7	-0,4	-3,8	-1,6	-1,0	-1,3	-0,3
2009 IV	0,399	-0,6	-0,8	0,0	-0,9	-0,9	-1,2	-0,3	-0,7	-0,1
2010 I	0,399	0,6	0,6	0,3	-2,1	2,4	0,5	0,8	0,2	0,5
II	0,400	0,8	0,8	0,6	-1,5	3,7	0,4	0,6	0,2	0,4
III	0,401	0,8	0,8	0,9	-1,7	3,5	0,0	0,7	0,4	0,4

Fuente: Eurostat.

1) Los datos se refieren al Euro-17.

2) Los datos de empleo se basan en el SEC 95.

3) En 2009.

### 5.3 Mercado de trabajo <sup>1)</sup>

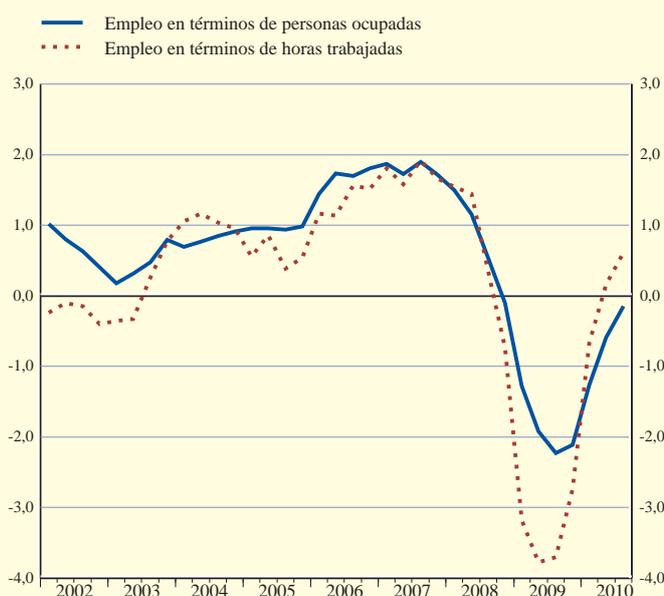
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

#### 4. Desempleo y vacantes <sup>2)</sup>

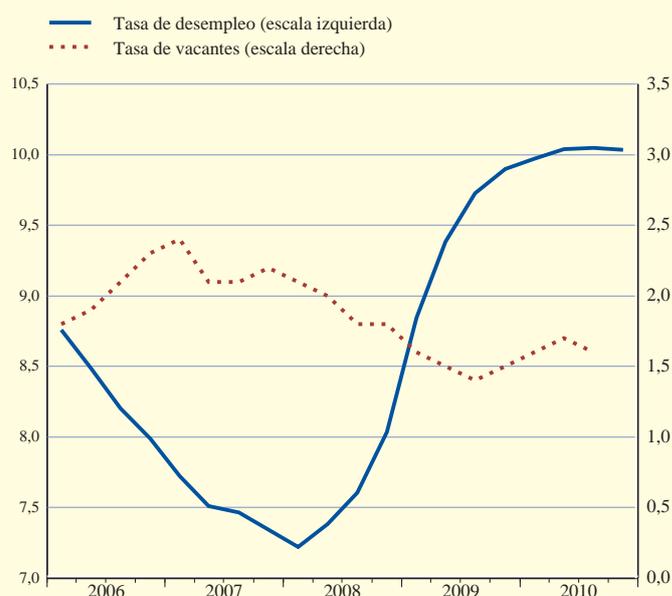
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>3)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>4)</sup>				Por sexo <sup>5)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total <sup>6)</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
2007	11,738	7,5	9,168	6,6	2,569	15,0	5,771	6,7	5,967	8,5	2,2
2008	11,948	7,6	9,295	6,6	2,654	15,6	6,027	6,9	5,922	8,3	1,9
2009	14,996	9,5	11,746	8,3	3,250	19,5	8,083	9,3	6,913	9,6	1,5
2010	15,906	10,0	12,637	8,9	3,269	20,3	8,578	9,9	7,328	10,2	.
2009 IV	15,673	9,9	12,369	8,7	3,303	20,2	8,533	9,9	7,140	10,0	1,5
2010 I	15,796	10,0	12,501	8,8	3,296	20,3	8,573	9,9	7,223	10,0	1,6
II	15,929	10,0	12,650	8,9	3,279	20,3	8,603	9,9	7,326	10,2	1,7
III	15,955	10,0	12,738	8,9	3,217	20,1	8,568	9,9	7,387	10,2	1,6
IV	15,944	10,0	12,660	8,9	3,283	20,4	8,569	9,9	7,375	10,2	.
2010 Jul	15,956	10,1	12,738	8,9	3,218	20,1	8,563	9,9	7,393	10,2	-
Ago	15,951	10,1	12,747	8,9	3,204	20,1	8,588	9,9	7,363	10,2	-
Sep	15,957	10,0	12,728	8,9	3,229	20,2	8,552	9,9	7,405	10,2	-
Oct	16,015	10,1	12,741	8,9	3,273	20,3	8,606	9,9	7,408	10,2	-
Nov	15,944	10,0	12,647	8,9	3,296	20,5	8,556	9,9	7,388	10,2	-
Dic	15,872	10,0	12,593	8,8	3,279	20,4	8,544	9,9	7,329	10,1	-

#### G28 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas

(tasas de variación interanual)



#### G29 Desempleo y tasas de vacantes <sup>3)</sup>



Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos se refieren al Euro-17.
- 2) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- 3) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 4) 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.
- 5) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.
- 6) En 2009.



## FINANZAS PÚBLICAS

### 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	8,7	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	41,4	
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	2,3	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	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	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	8,1	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	22,2	10,8	5,6	5,8	2,0	2,3	8,8	13,4

#### 4. Países de la zona del euro – Déficit (-)/superávit (+)<sup>5)</sup>

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	0,2	-1,6	2,4	2,9	-5,7	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	2,5	0,0	-6,4	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	-2,8	-7,3	-9,4	-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	-1,7	-14,4	-15,4	-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.

- Los datos se refieren al Euro-16. Los conceptos «recursos», «empleos» y «déficit/superávit» se basan en el SEC 95. Las operaciones que afectan al presupuesto de la UE están incluidas y consolidadas. Las operaciones entre las Administraciones de los Estados miembros no están consolidadas.
- La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.
- Incluye el total de empleos, excepto intereses.
- Se corresponde con el gasto en consumo final (P.3) de las Administraciones Públicas del SEC 95.
- Incluye los ingresos por venta de licencias UMTS y las liquidaciones de swaps y de acuerdos sobre tipos de interés futuros.

## 6.2 Deuda <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	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	88,1	67,6	4,4	24,8	106,1	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	3,7	25,0	105,0	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	4,6	44,3	110,3	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	7,2	65,5	126,8	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	1,6	1,5	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	1,6	-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	0,3	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 III	42,7	42,3	10,7	12,8	15,3	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
2004 IV	48,9	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 I	42,0	41,5	10,0	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
2005 II	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
2005 III	43,4	42,7	11,1	13,0	15,1	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
2005 IV	49,0	48,3	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	39,0
2006 II	45,3	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,0
2006 III	43,7	43,2	11,6	12,9	15,1	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
2006 IV	49,3	48,7	14,0	14,3	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 I	42,2	41,8	10,2	13,5	14,8	1,7	0,9	0,4	0,3	38,7
2007 II	45,5	45,1	12,7	13,5	15,0	1,8	1,4	0,4	0,3	41,4
2007 III	43,5	43,1	12,1	12,8	14,8	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
2007 IV	49,7	49,1	14,4	14,1	15,7	3,0	0,9	0,6	0,3	44,6
2008 I	42,3	42,0	10,7	12,9	14,8	1,7	1,1	0,3	0,2	38,7
2008 II	44,9	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,7
2008 III	43,2	42,8	11,9	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,6
2008 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	0,1	0,2	38,4
2009 II	44,4	43,8	11,5	12,6	15,5	2,0	1,4	0,6	0,5	40,2
2009 III	42,5	42,1	10,9	12,3	15,4	2,0	0,7	0,3	0,3	38,9
2009 IV	48,8	48,1	12,7	13,7	16,4	3,2	1,0	0,7	0,5	43,4
2010 I	41,8	41,6	10,1	12,4	15,4	1,8	0,9	0,2	0,2	38,2
2010 II	44,2	43,8	11,5	12,7	15,3	2,0	1,3	0,5	0,3	39,8
2010 III	42,8	42,5	10,8	12,8	15,2	2,0	0,8	0,3	0,3	39,1

2. Zona del euro – Empleos y déficit/superávit (datos trimestrales)

	Total		Empleos corrientes					Empleos de capital			Déficit (-)/ superávit (+)	Déficit (-)/ superávit (+) primario	
	1	2	Remuneración de asalariados 3	Consumo intermedio 4	Intereses 5	Transf. corrientes 6	Prestaciones sociales 7	Subvenciones 8	Inversión 9	Transf. de capital 11			
													Total
2004 III	45,9	42,6	9,9	4,7	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
2004 IV	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 I	46,8	43,1	10,2	4,7	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2005 II	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
2005 III	45,7	42,2	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
2005 IV	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 I	45,3	42,2	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2006 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	2,9
2006 III	45,2	41,8	9,8	4,7	2,9	24,4	21,0	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
2006 IV	50,4	45,0	10,7	5,8	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007 I	44,3	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2007 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
2007 III	44,4	41,0	9,5	4,7	2,9	23,8	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
2007 IV	50,3	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 I	44,7	41,5	9,8	4,6	3,0	24,2	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
2008 II	45,3	42,0	10,1	5,0	3,2	23,7	20,7	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,4	2,8
2008 III	45,5	41,9	9,6	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
2008 IV	52,0	47,0	11,0	6,1	2,8	27,1	23,1	1,4	5,1	3,4	1,6	-3,0	-0,3
2009 I	48,4	45,0	10,5	5,2	2,9	26,4	22,5	1,3	3,4	2,2	1,1	-6,4	-3,6
2009 II	50,0	46,0	10,9	5,5	3,0	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,2	-5,6	-2,6
2009 III	49,3	45,4	10,3	5,2	2,9	26,9	23,3	1,4	3,9	2,6	1,2	-6,8	-3,9
2009 IV	55,2	49,8	11,5	6,5	2,6	29,2	24,9	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,3	-3,7
2010 I	49,7	46,1	10,6	5,1	2,8	27,6	23,3	1,4	3,7	2,1	1,6	-8,0	-5,2
2010 II	49,0	45,5	10,7	5,4	3,0	26,4	22,9	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,8	-1,8
2010 III	48,7	44,7	10,0	5,2	2,8	26,7	23,1	1,3	4,0	2,5	1,4	-5,9	-3,1

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 IV	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7
2008 I	67,1	2,1	11,3	5,0	48,6
II	67,4	2,1	11,3	4,9	49,0
III	67,5	2,1	11,2	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	51,4
II	76,5	2,4	11,9	8,5	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	57,7
II	82,5	2,4	13,2	8,1	58,8
III	82,7	2,3	13,2	8,2	58,9

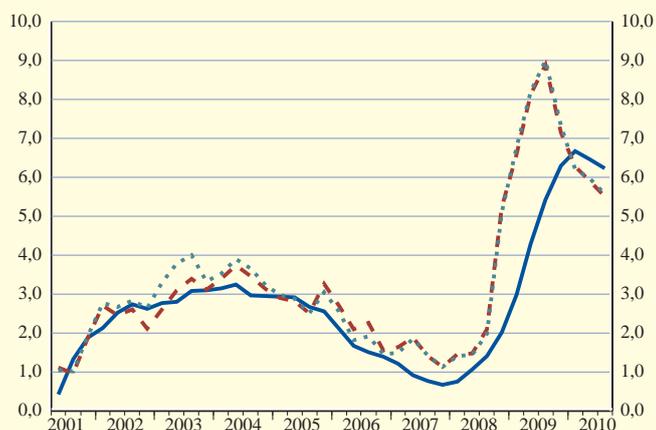
### 2. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

	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 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	6,1	-2,4	3,7	3,1	1,9	-0,1	0,9	0,3	0,0	0,6	6,1
II	3,7	-0,4	3,3	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,6	3,7
III	2,0	-2,3	-0,3	-0,8	-1,6	0,0	0,3	0,5	0,4	0,2	1,6
IV	9,0	-3,0	5,9	5,8	0,8	2,5	0,5	1,9	0,0	0,1	9,0
2009 I	11,9	-6,4	5,4	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,0	13,2
II	9,9	-5,6	4,3	3,1	2,3	-0,6	0,2	1,2	0,5	0,6	9,3
III	4,8	-6,8	-2,0	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,7	4,6
IV	2,3	-6,3	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,3	2,5
2010 I	8,3	-8,0	0,3	0,8	0,8	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	8,6
II	8,3	-4,8	3,5	4,4	2,3	1,9	-0,2	0,5	0,0	-1,0	8,3
III	3,3	-5,9	-2,6	-2,5	-2,3	-0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	3,1

### G30 Déficit, necesidad de financiación y variaciones de la deuda

(suma móvil de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)

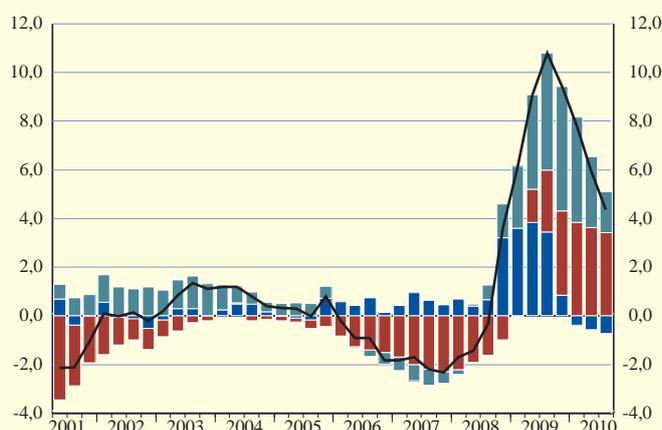
— Déficit  
- - - Variaciones de la deuda  
... Necesidad de financiación



### 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

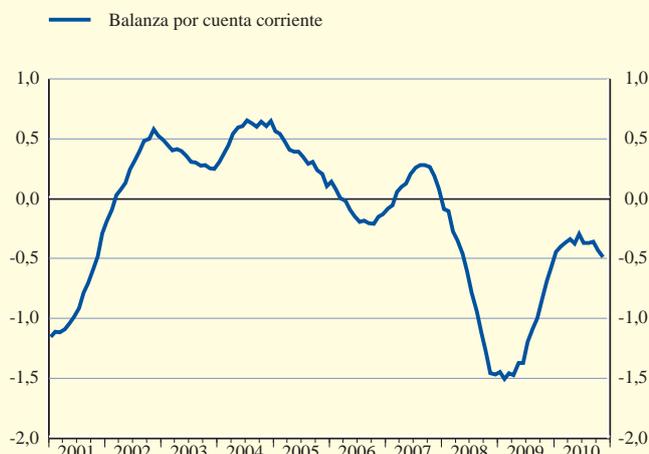
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(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 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	-20,4	3,4	11,8	-16,5	-19,0	1,6	-18,8	27,4	-38,4	110,7	1,9	-47,8	1,0	-8,6
III	-8,3	8,3	13,9	0,6	-31,1	1,5	-6,8	-7,9	-37,4	-13,9	0,3	48,2	-4,9	14,7
2009 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	-4,6	1,4	3,1	-1,7	-7,5	-0,6	-5,2	6,5	-17,7	53,1	-4,4	-24,3	-0,1	-1,3
May	-17,1	-1,5	3,5	-13,5	-5,6	1,8	-15,3	20,6	-6,6	63,4	0,0	-36,1	-0,1	-5,3
Jun	1,3	3,4	5,2	-1,3	-6,0	0,5	1,7	0,3	-14,1	-5,8	6,4	12,7	1,1	-2,0
Jul	4,5	7,2	5,2	1,8	-9,7	1,6	6,1	-4,2	-3,2	-28,4	-1,5	30,0	-1,2	-1,8
Ago	-7,5	-3,8	3,9	2,3	-10,0	0,4	-7,1	-8,9	-28,4	6,7	2,5	12,6	-2,4	16,1
Sep	-5,2	4,9	4,7	-3,5	-11,4	-0,5	-5,8	5,3	-5,8	7,7	-0,8	5,5	-1,4	0,5
Oct	-2,1	6,2	1,7	1,1	-11,1	0,0	-2,1	5,6	-12,0	20,6	-7,3	4,6	-0,2	-3,5
Nov	-6,0	1,0	2,0	-2,0	-6,9	0,9	-5,2	14,9	25,0	13,1	1,0	-24,3	0,0	-9,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Nov	-46,8	27,7	38,0	-8,6	-104,0	6,8	-40,0	39,7	-94,0	172,0	5,8	-34,4	-9,6	0,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Nov	-0,5	0,3	0,4	-0,1	-1,1	0,1	-0,4	0,4	-1,0	1,9	0,1	-0,4	-0,1	0,0

### 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

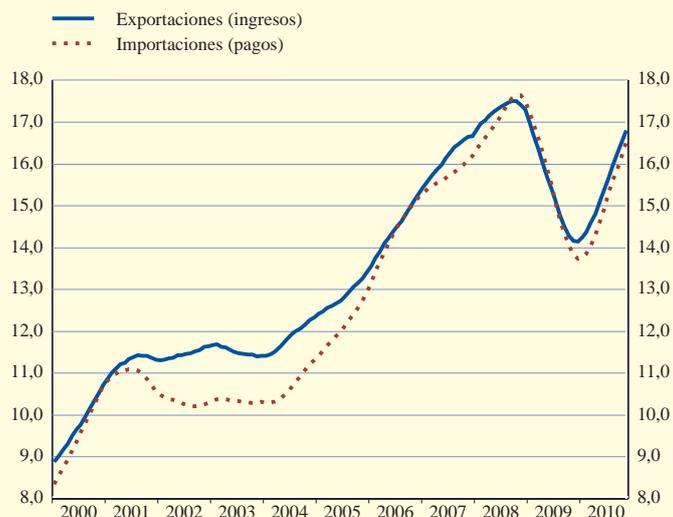
(mm de euros; transacciones)

### 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	Rembesas de trabajadores			Rembesas 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 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	642,5	662,9	-20,4	387,3	383,9	128,3	116,6	108,5	125,1	18,3	1,6	37,3	5,2	4,7	3,1
III	659,0	667,3	-8,3	402,8	394,5	138,5	124,6	102,6	102,0	15,2	1,6	46,2	5,6	4,8	3,3
2010 Sep	224,3	229,6	-5,2	139,8	134,9	45,7	41,0	33,9	37,4	4,9	.	16,3	.	1,0	1,5
Oct	220,9	223,0	-2,1	142,4	136,2	42,2	40,6	31,6	30,5	4,7	.	15,8	.	1,1	1,1
Nov	224,0	230,0	-6,0	143,1	142,1	42,2	40,2	31,9	33,9	6,8	.	13,7	.	1,7	0,8
	<b>Datos desestacionalizados</b>														
2010 I	608,1	610,1	-1,9	365,0	349,7	121,9	113,4	102,5	100,2	18,7	.	46,8	.	.	.
II	641,7	648,4	-6,7	388,4	382,3	128,6	118,7	103,7	103,3	21,0	.	44,2	.	.	.
III	652,6	667,0	-14,4	393,7	388,2	128,7	119,1	107,2	108,7	23,1	.	50,9	.	.	.
2010 Sep	214,8	221,2	-6,5	130,5	127,2	43,0	39,7	34,0	38,2	7,2	.	16,2	.	.	.
Oct	216,0	225,6	-9,6	133,5	135,8	41,5	39,8	33,1	35,1	7,9	.	14,8	.	.	.
Nov	220,8	232,0	-11,2	136,4	140,4	44,2	40,6	32,9	37,2	7,3	.	13,8	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2010 Nov	2.535,2	2.579,6	-44,4	1.531,8	1.506,4	505,0	467,4	412,1	420,2	86,4	.	185,6	.	.	.
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2010 Nov	27,8	28,3	-0,5	16,8	16,5	5,5	5,1	4,5	4,6	0,9	.	2,0	.	.	.

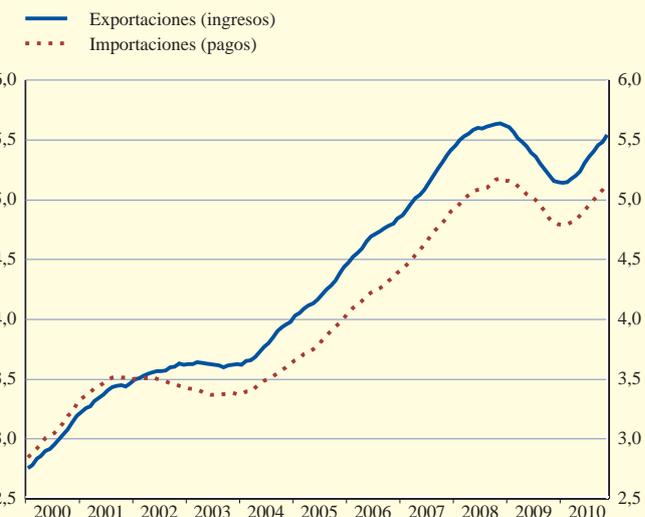
### G34 Balanza de pagos de la zona del euro: bienes

(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 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	5,4	3,1	103,2	122,0	42,4	-9,8	28,9	-3,0	5,1	5,2	9,8	38,4	26,1	32,9	19,8	16,5
III	5,4	3,9	97,1	98,1	39,5	8,4	28,6	7,8	4,6	4,8	7,6	16,4	26,5	32,6	19,0	15,7

### 3. Desagregación geográfica (transacciones acumuladas)

IV 2009 a III 2010	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros
	1	Total	Dina-marca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		Ingresos														
<b>Cuenta corriente</b>	2.480,7	833,7	46,3	74,8	398,3	256,3	58,0	44,6	32,3	108,7	35,2	51,8	84,0	186,5	333,4	770,5
Bienes	1.487,3	478,1	29,0	48,5	200,0	200,4	0,2	25,5	17,5	89,2	26,0	33,2	61,5	94,2	176,3	485,8
Servicios	498,7	161,1	10,6	13,3	103,3	27,9	5,9	7,9	7,3	13,9	7,2	11,5	15,0	53,5	74,0	147,3
Rentas	408,1	134,0	6,0	11,7	84,3	24,6	7,5	10,8	6,6	5,2	1,8	6,6	7,1	31,1	77,7	127,1
Rentas de la inversión	387,4	127,5	5,9	11,5	82,7	23,9	3,5	10,8	6,5	5,2	1,8	6,5	7,0	22,3	75,9	123,8
Transferencias corrientes	86,7	60,4	0,7	1,3	10,8	3,4	44,3	0,4	0,9	0,3	0,2	0,6	0,4	7,8	5,3	10,3
<b>Cuenta de capital</b>	20,8	17,7	0,0	0,0	1,0	0,4	16,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	2,1
		Pagos														
<b>Cuenta corriente</b>	2.519,5	788,7	40,7	70,0	341,5	233,2	103,5	-	27,6	-	-	89,7	-	167,8	324,2	-
Bienes	1.453,0	407,8	26,6	42,6	153,6	184,9	0,0	24,0	11,8	187,9	21,7	47,7	99,4	79,9	125,5	447,4
Servicios	460,2	134,5	7,4	10,4	83,3	33,2	0,2	5,6	6,2	11,8	4,8	8,9	9,4	44,2	95,4	139,4
Rentas	414,5	129,6	6,0	15,7	91,8	10,7	5,3	-	7,5	-	-	32,7	-	36,4	96,4	-
Rentas de la inversión	401,4	122,1	5,9	15,6	90,3	5,0	5,3	-	7,4	-	-	32,6	-	35,9	95,4	-
Transferencias corrientes	191,8	116,8	0,7	1,2	12,6	4,4	98,0	1,4	2,0	2,8	0,7	0,4	0,6	7,2	6,8	52,8
<b>Cuenta de capital</b>	14,2	2,3	0,1	0,1	0,9	0,2	0,9	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	1,2	9,5
		Neto														
<b>Cuenta corriente</b>	-38,8	45,0	5,6	4,9	56,9	23,1	-45,5	-	4,7	-	-	-37,8	-	18,7	9,2	-
Bienes	34,3	70,4	2,4	5,9	46,3	15,5	0,2	1,5	5,6	-98,7	4,3	-14,5	-37,8	14,3	50,8	38,4
Servicios	38,5	26,5	3,2	2,9	20,0	-5,3	5,7	2,4	1,1	2,1	2,3	2,6	5,6	9,2	-21,4	7,9
Rentas	-6,4	4,5	0,0	-4,1	-7,5	13,9	2,2	-	-0,9	-	-	-26,1	-	-5,4	-18,7	-
Rentas de la inversión	-14,1	5,4	-0,1	-4,1	-7,6	19,0	-1,8	-	-0,8	-	-	-26,0	-	-13,6	-19,6	-
Transferencias corrientes	-105,1	-56,4	0,0	0,1	-1,9	-1,0	-53,6	-1,0	-1,1	-2,5	-0,5	0,2	-0,2	0,5	-1,5	-42,6
<b>Cuenta de capital</b>	6,6	15,4	0,0	0,0	0,1	0,2	15,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-7,4

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>1)</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 II	14.965,4	16.002,8	-1.037,4	165,3	176,8	-11,5	4.540,4	3.541,2	4.621,6	7.083,1	-45,0	5.265,2	5.378,4	583,3
III	14.777,0	15.961,1	-1.184,1	162,0	175,0	-13,0	4.506,6	3.509,1	4.628,6	7.207,4	-52,6	5.142,2	5.244,6	552,2
<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 II	552,3	265,1	287,2	24,0	11,5	12,5	164,5	54,7	128,2	34,8	-6,0	181,1	175,5	84,6
III	-188,4	-41,7	-146,8	-8,2	-1,8	-6,4	-33,8	-32,1	7,0	124,3	-7,6	-123,0	-133,9	-31,0
<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
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	87,2	114,6	-27,4	3,8	5,0	-1,2	63,6	25,2	-18,3	92,4	-1,9	44,8	-3,0	-1,0
III	78,5	70,6	7,9	3,4	3,1	0,3	22,8	-14,6	51,4	37,4	-0,3	-0,4	47,8	4,9
2010 Jul	-9,9	-14,1	4,2	.	.	.	11,1	7,9	17,1	-11,2	1,5	-40,8	-10,7	1,2
Ago	96,3	87,3	8,9	.	.	.	5,8	-22,6	19,3	26,1	-2,5	71,2	83,8	2,4
Sep	-7,9	-2,6	-5,3	.	.	.	5,8	0,1	14,9	22,5	0,8	-30,8	-25,2	1,4
Oct	67,5	73,0	-5,6	.	.	.	-17,3	-29,3	45,6	66,2	7,3	31,6	36,2	0,2
Nov	42,6	57,5	-14,9	.	.	.	-3,5	21,5	2,6	15,7	-1,0	44,6	20,3	0,0
<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>														
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	-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	2,4	2,2	-	.	.	.	5,2	3,7	3,4	5,4	.	-0,2	-2,4	0,7
III	2,8	2,7	-	.	.	.	4,1	2,0	3,0	4,0	.	1,9	1,5	1,7

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 II	4.540,4	3.494,5	255,1	3.239,4	1.045,9	16,5	1.029,4	3.541,2	2.629,8	80,3	2.549,4	911,5	16,1	895,4
III	4.506,6	3.473,4	246,7	3.226,8	1.033,1	15,8	1.017,3	3.509,1	2.641,0	80,5	2.560,5	868,1	15,8	852,3
<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
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	63,6	16,1	-0,5	16,6	47,5	0,5	47,0	25,2	13,8	2,0	11,8	11,4	-2,4	13,8
III	22,8	25,3	1,2	24,0	-2,5	0,3	-2,7	-14,6	21,5	2,2	19,3	-36,2	0,1	-36,3
2010 Jul	11,1	8,9	0,5	8,4	2,2	0,2	2,0	7,9	13,8	1,0	12,8	-6,0	-0,5	-5,5
Ago	5,8	16,1	0,4	15,7	-10,3	-0,1	-10,2	-22,6	15,8	0,2	15,6	-38,3	0,6	-39,0
Sep	5,8	0,3	0,3	-0,1	5,6	0,1	5,5	0,1	-8,1	1,0	-9,1	8,1	-0,1	8,2
Oct	-17,3	-35,6	-1,6	-34,0	18,3	0,1	18,2	-29,3	-35,9	0,2	-36,2	6,6	0,3	6,3
Nov	-3,5	-9,2	2,9	-12,1	5,7	0,1	5,6	21,5	1,0	0,9	0,1	20,5	0,1	20,4
<b>Tasas de crecimiento</b>														
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	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	9,7	19,0	9,6	3,7	7,4	12,3	7,3	-5,8	-19,3	-5,5
III	4,1	3,2	2,9	3,2	7,0	18,9	6,8	2,0	6,8	11,7	6,6	-10,1	-14,0	-10,0

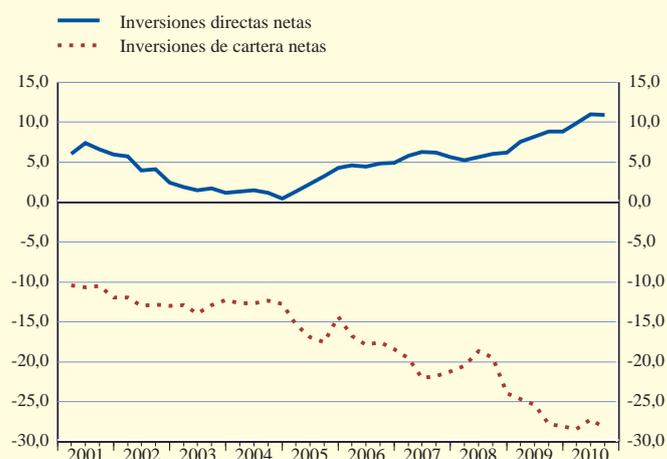
#### G36 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



#### G37 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 3. Inversiones de cartera: Activos

	Total	Acciones y participaciones					Valores distintos de acciones									
		Total	IFM	No IFM		Total	IFM	No IFM		Instrumentos del mercado monetario						
				Euro-sistema	AAPP			Euro-sistema	AAPP	Total	IFM	No IFM				
													Euro-sistema	AAPP	Euro-sistema	AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>																
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 II	4.621,6	1.654,1	82,8	3,5	1.571,3	43,6	2.541,4	931,3	16,9	1.610,1	43,2	426,0	336,2	43,6	89,9	0,3
III	4.628,6	1.695,2	89,1	3,4	1.606,2	42,0	2.542,8	892,4	17,0	1.650,4	40,5	390,5	316,6	49,0	73,9	0,6
<b>Transacciones</b>																
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
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	-18,3	-8,0	-5,9	-0,2	-2,1	2,7	-4,4	-36,0	-0,7	31,6	0,0	-5,9	-17,1	-2,6	11,2	-0,3
III	51,4	7,7	2,0	0,0	5,7	-1,3	60,7	6,2	0,0	54,5	-1,9	-17,0	-7,6	7,3	-9,4	0,3
2010 Jul	17,1	-7,0	-3,1	0,0	-3,9	.	36,1	19,3	-0,1	16,7	.	-11,9	-24,0	-3,6	12,1	.
Ago	19,3	0,5	-1,3	0,0	1,9	.	23,0	3,7	0,1	19,2	.	-4,1	15,5	5,8	-19,6	.
Sep	14,9	14,2	6,5	0,0	7,7	.	1,7	-16,9	0,0	18,6	.	-1,0	0,9	5,1	-1,9	.
Oct	45,6	13,4	0,8	0,0	12,6	.	24,4	-46,2	-0,5	70,5	.	7,9	1,6	-3,0	6,3	.
Nov	2,6	14,3	3,4	0,0	10,8	.	-9,0	-23,7	1,2	14,7	.	-2,7	-7,2	0,1	4,6	.
<b>Tasas de crecimiento</b>																
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	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	8,2	11,3	-11,0	8,1	12,3	4,2	-6,0	-10,0	11,4	-10,1	-14,8	-17,5	-34,3	-2,2	-81,4
III	3,0	5,0	7,6	-12,0	4,9	8,3	5,1	-4,8	-6,2	11,8	-11,7	-14,9	-17,4	-2,7	-2,0	-58,6

#### 4. Inversiones de cartera: Pasivos

	Total	Acciones y participaciones			Valores distintos de acciones								
		Total	IFM	No IFM	Bonos y obligaciones			Instrumentos del mercado monetario					
					Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM	Total	IFM	No IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>													
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 II	7.083,1	2.753,0	675,6	2.077,4	3.832,4	1.180,2	2.652,3	1.737,0	497,6	80,8	416,9	377,3	
III	7.207,4	2.857,7	666,3	2.191,4	3.824,0	1.171,1	2.652,8	1.743,5	525,7	98,8	426,9	383,7	
<b>Transacciones</b>													
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	
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	92,4	11,0	2,1	8,9	89,2	-6,0	95,2	101,5	-7,8	-9,1	1,3	-6,0	
III	37,4	47,7	15,1	32,6	-39,2	8,2	-47,4	-26,7	28,9	20,9	8,0	10,6	
2010 Jul	-11,2	3,3	4,9	-1,5	-34,0	-2,7	-31,3	.	19,5	8,4	11,1	.	
Ago	26,1	41,3	16,8	24,5	-20,6	5,4	-26,0	.	5,4	-0,4	5,8	.	
Sep	22,5	3,1	-6,5	9,7	15,4	5,6	9,8	.	4,0	12,9	-8,9	.	
Oct	66,2	50,3	6,9	43,4	12,3	4,3	8,0	.	3,5	0,1	3,4	.	
Nov	15,7	1,2	3,4	-2,3	10,8	-6,5	17,3	.	3,7	3,8	-0,1	.	
<b>Tasas de crecimiento</b>													
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	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	5,4	4,7	-2,1	7,3	5,0	2,0	6,4	12,3	13,7	73,6	4,8	9,3	
III	4,0	3,4	-1,0	4,9	3,9	1,7	4,8	11,0	9,6	148,4	-4,0	-3,1	

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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
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 II	5.265,2	24,3	24,0	0,3	3.082,0	3.047,7	34,3	114,5	8,6	65,7	13,0	2.044,3	213,4	1.626,9	436,2
III	5.142,2	24,5	24,3	0,2	2.964,8	2.932,3	32,5	116,1	8,3	69,5	11,1	2.036,8	216,8	1.625,3	434,3
<b>Transacciones</b>															
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
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	44,8	-3,4	-3,4	0,0	2,3	-5,1	7,4	6,4	0,0	6,1	5,8	39,4	9,6	33,0	13,1
III	-0,4	1,5	1,5	-0,1	-17,5	-16,3	-1,2	4,8	-0,1	4,7	-2,3	11,0	4,0	10,9	3,3
2010 Jul	-40,8	1,9	.	.	-52,5	.	.	6,2	.	.	-1,6	3,7	.	.	-0,9
Ago	71,2	-0,8	.	.	73,8	.	.	0,5	.	.	0,9	-2,3	.	.	7,4
Sep	-30,8	0,4	.	.	-38,8	.	.	-1,9	.	.	-1,6	9,6	.	.	-3,2
Oct	31,6	-2,1	.	.	14,5	.	.	25,9	.	.	-0,6	-6,6	.	.	16,0
Nov	44,6	-0,6	.	.	46,3	.	.	5,1	.	.	3,7	-6,2	.	.	-10,9
<b>Tasas de crecimiento</b>															
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	-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	-0,2	-36,7	-37,0	-2,5	-1,0	-1,2	17,7	7,2	-3,9	11,4	-9,5	1,2	5,6	0,3	-6,8
III	1,9	-13,6	-13,6	-19,6	1,1	0,9	21,4	10,1	-3,1	15,5	6,8	2,8	7,9	2,0	-3,6

#### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>															
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 II	5.378,4	260,0	259,3	0,7	3.727,3	3.677,3	50,0	88,2	0,0	82,5	5,6	1.303,0	183,8	944,3	174,9
III	5.244,6	249,1	247,4	1,7	3.598,9	3.554,1	44,8	91,3	0,0	86,0	5,3	1.305,3	186,1	942,1	177,1
<b>Transacciones</b>															
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
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	-3,0	-0,6	-0,6	0,0	-12,9	-15,1	2,3	8,3	0,0	7,4	0,9	2,2	5,3	-2,5	-0,7
III	47,8	-2,6	-3,6	1,0	1,8	6,1	-4,3	4,8	0,0	5,2	-0,4	43,9	0,9	32,2	10,8
2010 Jul	-10,7	-1,6	.	.	-37,7	.	.	0,2	.	.	.	28,3	.	.	.
Ago	83,8	-2,1	.	.	77,1	.	.	0,2	.	.	.	8,5	.	.	.
Sep	-25,2	1,0	.	.	-37,6	.	.	4,3	.	.	.	7,0	.	.	.
Oct	36,2	0,5	.	.	38,7	.	.	7,0	.	.	.	-10,0	.	.	.
Nov	20,3	4,0	.	.	26,6	.	.	15,8	.	.	.	-26,0	.	.	.
<b>Tasas de crecimiento</b>															
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	-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	-2,4	-19,6	-19,7	106,2	-1,9	-2,2	22,7	11,1	-140,6	11,0	11,2	-0,5	2,6	-0,7	-2,7
III	1,5	-7,7	-8,1	189,0	0,3	0,1	10,4	16,4	-113,6	16,5	18,6	6,2	3,9	6,1	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)

### 7. Activos de reserva <sup>1)</sup>

	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 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	-0,3	0,0	32,7	-24,2	56,7
2010 III	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	0,5	106,9	19,8	0,4	0,0	26,2	-22,6	53,7
2010 Nov	597,5	369,3	346,991	54,8	15,2	158,1	6,0	20,2	132,2	-	-	-	-0,3	0,0	25,9	-24,0	55,2
2010 Dic	591,1	366,2	346,962	54,2	15,7	155,1	7,8	16,0	131,3	-	-	-	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5
<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	-	-	-
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	-	-	-
2010 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	-	-	-
2010 III	4,9	0,0	-	0,0	-0,1	5,1	-0,5	3,9	1,6	0,0	5,6	-4,0	0,1	0,0	-	-	-
<b>Tasas de crecimiento</b>																	
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	-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	-	-	-	-	-
2010 II	0,7	-0,1	-	8,1	34,9	-0,7	-28,0	56,1	-1,7	-6,1	-3,6	8,2	-	-	-	-	-
2010 III	1,7	0,0	-	1,0	27,8	3,1	-45,3	93,8	2,7	-6,1	9,0	-21,4	-	-	-	-	-

### 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
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>											
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	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
2010 II	11.155,8	4.963,4	497,6	3.832,4	183,8	231,3	1.447,3	2.202,4	260,0	4.988,2	2.257,9
2010 III	10.981,5	4.829,5	525,7	3.824,0	186,1	229,0	1.387,3	2.218,6	249,1	4.868,8	2.257,8
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>											
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	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
2010 II	123,4	54,9	5,5	42,4	2,0	2,6	16,0	24,4	2,9	55,2	25,0
2010 III	120,5	53,0	5,8	42,0	2,0	2,5	15,2	24,3	2,7	53,4	24,8

Fuente: BCE.

1) Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

### 7.3 Cuenta financiera

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

#### 9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro						Canadá	China	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Dinamarca	Suecia	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2009</b>	<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>														
<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>IV 2009 a III 2010</b>	<b>Transacciones acumuladas</b>														
<b>Inversiones directas</b>	104,5	25,0	-0,6	5,3	4,5	15,9	0,0	4,9	3,3	-2,0	7,1	34,6	11,4	-0,2	20,3
En el exterior	173,4	62,6	2,3	5,9	37,3	17,0	0,0	12,3	2,6	-0,5	23,0	27,4	-4,0	0,0	50,1
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	105,4	36,9	1,8	3,1	18,2	13,8	0,0	10,5	0,6	0,1	4,8	38,4	-20,6	0,0	34,7
Otro capital	68,0	25,7	0,5	2,8	19,2	3,3	0,0	1,8	2,0	-0,6	18,2	-11,0	16,5	0,0	15,3
En la zona del euro	68,8	37,5	3,0	0,6	32,9	1,1	0,0	7,4	-0,8	1,5	15,9	-7,2	-15,5	0,2	29,8
Acc. y part. capit. y benef. reinv.	165,9	30,8	1,5	4,1	28,7	-3,6	0,0	7,4	0,3	2,2	14,5	29,8	65,2	0,2	15,5
Otro capital	-97,0	6,7	1,5	-3,5	4,1	4,7	0,0	-0,1	-1,1	-0,7	1,4	-37,0	-80,7	0,0	14,3
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	127,0	13,8	-0,2	10,1	-21,1	13,7	11,4	-3,2	6,7	-3,1	3,9	3,1	-13,8	-0,7	120,4
Acc. y participaciones	70,9	18,4	1,5	4,9	10,6	1,4	0,2	1,2	6,7	-0,6	2,6	11,2	4,6	0,1	26,5
Valores distintos de acciones	56,1	-4,6	-1,6	5,2	-31,7	12,3	11,2	-4,5	-0,1	-2,6	1,3	-8,2	-18,5	-0,8	93,9
Bonos y obligaciones	121,5	53,7	-1,8	8,1	24,7	11,2	11,6	-2,6	-0,2	-3,7	0,6	-0,5	-6,3	-0,7	81,2
Instrum. mercado monetario	-65,4	-58,3	0,2	-2,9	-56,4	1,2	-0,4	-1,9	0,1	1,1	0,8	-7,7	-12,1	-0,1	12,7
<b>Otras inversiones</b>	16,0	-42,0	-9,3	-12,4	1,4	-7,9	-13,8	-0,1	14,9	-7,0	42,9	-23,9	83,8	-7,2	-45,4
Activos	94,9	57,1	-4,7	-1,6	61,8	-1,1	2,8	-2,2	12,2	6,2	-24,1	-20,8	66,6	-4,5	4,3
AAPP	11,0	3,7	0,1	0,0	3,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	3,6	0,5	0,9	2,1
IFM	27,8	35,6	-5,4	-5,3	44,7	-0,4	2,1	-1,5	9,9	6,2	-2,8	-30,6	25,9	-5,4	-9,5
Otros sectores	56,1	17,9	0,6	3,7	14,0	-0,9	0,5	-0,8	2,3	0,0	-21,3	6,1	40,2	0,0	11,6
Pasivos	78,9	99,1	4,6	10,8	60,4	6,8	16,6	-2,1	-2,7	13,2	-67,0	3,1	-17,2	2,7	49,7
AAPP	12,9	8,4	0,0	0,0	3,1	0,0	5,4	0,1	0,0	-0,1	0,3	-3,0	0,0	7,3	-0,2
IFM	-12,2	83,5	5,3	7,0	61,2	4,1	5,9	-1,6	-5,2	11,9	-68,8	-23,8	-21,7	-4,6	18,1
Otros sectores	78,2	7,2	-0,7	3,8	-3,9	2,7	5,3	-0,6	2,4	1,4	1,5	29,9	4,6	0,1	31,8

Fuente: BCE.

## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1)</sup>

(mm de euros; transacciones)

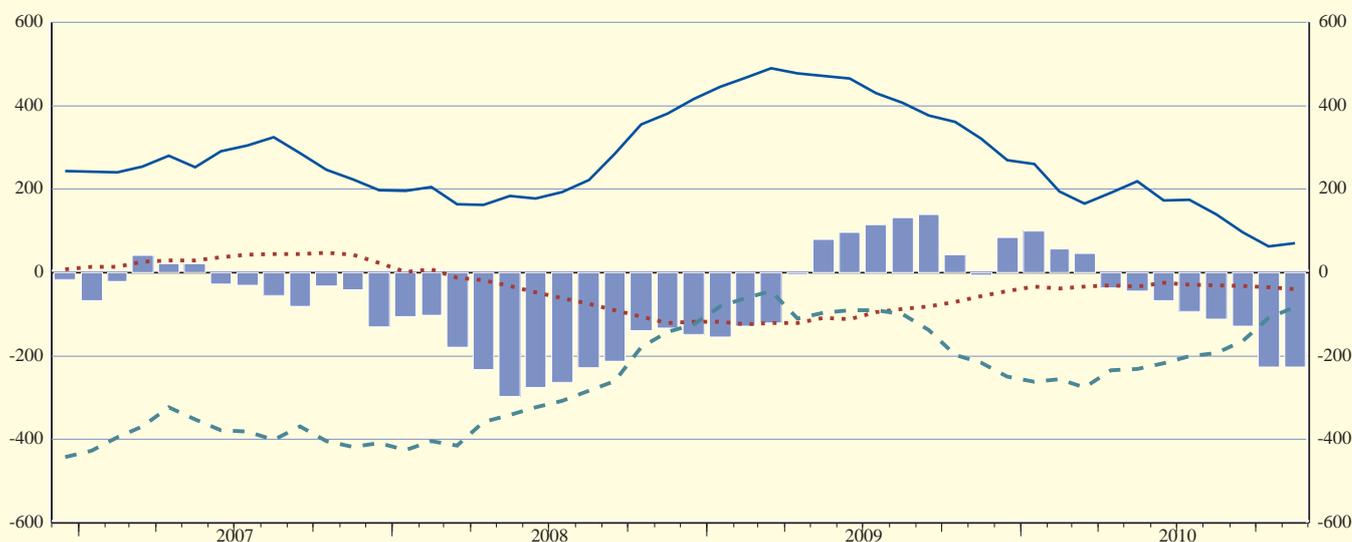
### Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM

	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 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	-34,1	-18,8	-63,6	25,6	2,1	-42,9	8,9	96,5	-45,8	10,5	1,9	-8,6
III	-54,8	-6,8	-21,3	-16,9	-5,7	-45,1	32,6	-39,4	-15,7	48,6	0,3	14,7
2009 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	-43,8	-5,2	-19,7	1,2	-3,4	-14,0	0,5	45,6	-24,4	-18,6	-4,4	-1,3
May	6,3	-15,3	-27,5	20,5	11,1	-21,8	0,0	61,6	-36,2	19,1	0,0	-5,3
Jun	3,3	1,7	-16,5	3,9	-5,6	-7,0	8,4	-10,8	14,7	10,0	6,4	-2,0
Jul	-28,4	6,1	-10,4	7,3	3,9	-28,8	-1,5	-20,2	-9,9	28,5	-1,5	-1,8
Ago	-4,0	-7,1	-5,5	-23,4	-1,9	0,4	24,5	-20,2	1,8	8,8	2,5	16,1
Sep	-22,4	-5,8	-5,4	-0,8	-7,7	-16,7	9,7	1,0	-7,7	11,3	-0,8	0,5
Oct	-83,8	-2,1	15,8	-29,8	-12,6	-76,8	43,4	11,5	-19,3	-3,0	-7,3	-3,5
Nov	-11,1	-5,2	6,5	20,5	-10,8	-19,2	-2,3	17,2	1,1	-10,3	1,0	-9,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2010 Nov	-226,5	-40,0	-111,5	17,7	-67,9	-238,3	160,0	70,0	-63,2	40,6	5,8	0,3

### 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:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
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	771,1	338,0	413,9	1.303,7	1.610,2	1.019,1	232,8	333,9	1.021,8	293,6
2009	-18,1	-22,0	1.276,6	627,1	264,2	354,8	1.062,4	1.259,4	727,5	193,6	315,4	838,5	175,1
2009 IV	-9,4	-14,4	328,3	163,7	66,8	91,9	273,5	321,2	189,4	48,1	78,5	212,2	49,3
2010 I	12,9	9,6	354,8	176,2	68,9	98,8	292,7	350,8	209,5	52,1	82,0	232,5	53,1
II	22,3	27,4	377,6	188,1	75,8	103,7	315,7	382,2	232,6	56,8	85,1	252,4	59,8
III	22,7	26,5	394,5	196,7	80,0	107,6	329,2	395,7	240,7	59,3	88,1	262,4	59,4
2010 Jun	26,7	32,3	131,2	65,4	27,0	35,9	110,8	133,0	81,3	20,6	29,1	88,6	20,0
Jul	17,4	25,8	130,9	64,9	26,2	35,7	109,1	131,3	79,7	20,2	29,0	87,1	20,3
Ago	29,9	33,0	131,5	65,8	26,6	35,6	109,5	133,7	81,6	20,1	29,7	88,5	20,6
Sep	22,4	21,6	132,1	66,0	27,1	36,3	110,6	130,7	79,3	19,1	29,4	86,8	18,5
Oct	21,0	22,0	133,2	66,3	28,0	35,8	111,3	129,7	79,9	19,0	29,2	87,0	19,6
Nov	24,4	28,2	133,5	.	.	.	111,0	135,4	.	.	.	88,2	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,8	154,2	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,6	-14,5	119,4	115,0	119,2	127,5	115,8	108,9	99,8	114,9	136,0	110,5	97,8
2009 IV	-6,7	-7,7	123,1	120,3	121,2	132,6	120,1	111,0	102,1	116,8	138,8	114,5	95,7
2010 I	11,5	4,7	130,2	126,3	124,0	138,8	126,3	116,1	107,2	122,5	140,8	121,6	94,9
II	16,2	14,2	134,9	130,9	134,7	141,4	133,3	119,4	110,7	129,2	140,8	126,8	95,5
III	15,7	12,5	139,0	134,7	141,9	144,1	136,9	120,6	111,9	131,3	141,4	128,5	95,4
2010 May	16,9	16,0	133,3	128,3	134,1	140,0	131,9	119,6	110,3	126,6	143,7	126,6	97,6
Jun	19,2	18,1	138,8	134,8	143,0	144,3	138,6	122,4	114,1	137,5	141,2	130,8	95,9
Jul	10,5	10,6	137,9	133,5	139,6	141,5	135,5	119,7	110,9	133,3	139,0	127,4	97,5
Ago	22,8	19,5	139,5	135,0	141,4	145,3	137,2	122,2	113,4	134,8	143,1	130,8	99,4
Sep	15,3	8,5	139,6	135,7	144,5	145,5	138,0	120,0	111,3	125,9	142,1	127,4	89,4
Oct	13,4	7,5	141,2	136,2	150,6	144,0	139,5	119,4	112,0	127,7	141,9	128,9	94,6

### 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
2009	101,5	-2,6	-3,8	0,6	0,5	-23,7	-2,5	99,2	-10,4	-5,7	-1,3	0,3	-28,3	-4,0
2010	105,4	3,9	4,5	1,1	2,2	26,2	3,8	.	.	.	0,0	.	.	4,9
2010 II	105,9	4,3	5,2	0,9	2,4	30,9	4,3	109,7	11,2	10,8	0,0	2,7	33,1	5,6
III	106,1	4,6	6,4	1,6	2,9	19,6	4,5	110,2	11,1	12,2	1,9	4,8	25,9	6,7
IV	106,3	4,9	6,7	2,0	2,9	20,9	4,8	.	.	.	0,6	.	.	6,9
2010 Jul	106,1	4,6	6,4	1,4	2,9	23,2	4,5	110,1	11,8	12,4	2,0	4,2	29,3	6,7
Ago	106,1	4,2	6,2	1,6	2,7	14,4	4,1	110,3	10,1	11,7	1,8	4,8	21,5	6,3
Sep	106,2	4,9	6,6	1,9	3,0	21,7	4,8	110,2	11,4	12,6	1,9	5,4	27,1	7,1
Oct	105,8	4,7	6,6	1,7	2,8	18,9	4,6	109,5	10,1	11,8	0,9	5,4	21,5	6,3
Nov	106,2	4,7	6,7	2,0	2,8	18,2	4,7	110,6	10,6	12,8	0,5	6,4	23,0	6,9
Dic	106,8	5,4	6,9	2,3	3,1	25,5	5,2	.	.	.	0,3	.	.	7,6

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.

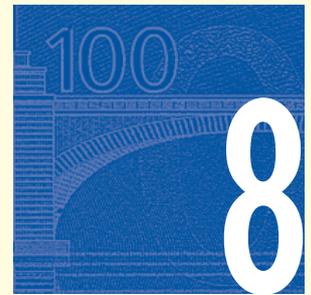
## 7.5 Comercio exterior de bienes

(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	233,7	78,5	86,7	42,7	186,5	309,5	65,7	33,7	100,1	68,2	146,1
2009	1.276,6	27,1	40,8	175,2	176,2	49,4	78,8	34,7	152,7	283,6	68,8	28,8	91,8	54,2	112,2
2009 II	311,1	6,6	9,8	42,9	42,4	12,2	19,1	8,4	38,5	70,2	17,0	7,1	22,8	12,5	25,7
2009 III	320,5	6,7	10,4	44,3	44,5	12,0	19,6	9,3	36,8	71,8	17,8	7,2	22,7	14,4	27,9
2009 IV	328,3	6,6	10,7	44,9	45,8	12,5	19,7	9,2	38,0	74,6	18,8	7,3	23,0	14,3	29,0
2010 I	354,8	7,0	11,7	46,7	48,3	13,5	21,4	10,7	41,1	81,6	22,3	8,1	24,9	16,8	31,1
2010 II	377,6	7,4	12,9	47,9	51,7	15,6	22,9	11,4	45,3	87,9	23,4	8,7	25,6	18,6	30,4
2010 III	394,5	7,6	13,1	50,1	54,5	17,2	23,8	12,0	47,9	91,4	23,7	8,9	26,6	18,9	31,4
2010 Jun	131,2	2,5	4,6	16,4	18,0	5,4	7,9	4,1	15,5	30,9	8,1	3,0	8,6	6,6	10,6
2010 Jul	130,9	2,5	4,4	16,4	17,7	5,6	7,9	4,1	15,9	30,6	7,9	3,0	8,7	6,2	10,7
2010 Ago	131,5	2,5	4,3	16,8	18,4	5,9	7,9	3,8	16,0	29,9	7,8	3,0	8,9	6,3	10,7
2010 Sep	132,1	2,5	4,4	16,9	18,4	5,7	7,9	4,2	16,0	30,9	8,0	3,0	8,9	6,3	9,9
2010 Oct	133,2	2,5	4,5	16,8	18,5	5,8	8,2	4,3	15,5	31,0	8,3	3,0	9,0	6,2	10,9
2010 Nov	133,5	.	.	.	.	5,8	8,1	4,5	15,5	31,5	8,6	3,0	9,1	6,6	.
<b>Porcentaje del total de exportaciones</b>															
2009	100,0	2,1	3,2	13,7	13,8	3,9	6,2	2,7	12,0	22,2	5,4	2,3	7,2	4,2	8,8
<b>Importaciones (cif)</b>															
2008	1.610,2	30,7	52,1	164,8	184,9	122,0	70,2	32,4	136,1	479,8	184,7	57,4	141,1	81,7	114,4
2009	1.259,4	26,9	37,5	126,9	161,8	81,6	65,2	26,2	115,4	376,7	157,9	43,8	94,0	59,4	87,7
2009 II	304,3	6,5	8,9	30,9	39,0	18,1	16,2	6,3	30,0	92,3	38,5	10,5	22,8	14,3	19,0
2009 III	312,7	6,8	9,6	31,7	41,2	21,9	16,1	6,6	25,9	92,4	38,7	10,9	22,7	14,8	23,0
2009 IV	321,2	6,7	9,6	32,5	42,7	23,7	16,1	6,7	27,8	94,3	39,4	10,8	24,4	15,5	21,1
2010 I	350,8	6,6	10,3	35,1	45,2	24,5	17,1	7,4	29,3	109,7	45,9	11,7	26,9	16,5	22,2
2010 II	382,2	6,8	11,7	36,4	48,9	27,3	19,5	7,5	32,8	124,1	52,3	12,9	29,3	18,2	19,7
2010 III	395,7	7,0	12,2	37,6	50,6	26,6	19,1	7,5	31,9	128,0	56,6	13,1	29,1	19,7	26,4
2010 Jun	133,0	2,4	4,2	12,5	16,8	8,8	6,7	2,6	12,4	43,8	19,0	4,5	9,8	6,3	6,6
2010 Jul	131,3	2,3	4,1	12,6	16,5	9,1	6,6	2,5	10,5	42,6	18,6	4,4	9,5	6,5	8,7
2010 Ago	133,7	2,3	4,1	12,9	17,0	8,9	6,4	2,5	10,6	43,3	19,2	4,3	10,0	6,6	9,0
2010 Sep	130,7	2,4	3,9	12,1	17,1	8,6	6,2	2,5	10,8	42,1	18,8	4,4	9,5	6,6	8,8
2010 Oct	129,7	2,4	4,1	12,7	17,4	9,1	6,1	2,7	11,0	41,3	17,7	4,3	9,0	6,8	7,2
2010 Nov	135,4	.	.	.	.	9,4	6,1	2,6	11,2	41,9	17,7	4,4	11,2	7,0	.
<b>Porcentaje del total de importaciones</b>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,1	12,9	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,5	3,5	7,5	4,7	7,0
<b>Saldo</b>															
2008	-48,6	4,4	1,8	55,7	48,9	-43,6	16,5	10,4	50,5	-170,3	-119,0	-23,7	-41,0	-13,6	31,7
2009	17,1	0,2	3,3	48,2	14,3	-32,2	13,5	8,4	37,3	-93,1	-89,1	-15,0	-2,2	-5,2	24,5
2009 II	6,8	0,1	0,9	12,0	3,3	-5,9	3,0	2,1	8,5	-22,1	-21,5	-3,5	0,0	-1,8	6,7
2009 III	7,8	-0,1	0,8	12,6	3,3	-9,9	3,5	2,7	11,0	-20,6	-20,9	-3,7	0,0	-0,4	4,9
2009 IV	7,1	-0,1	1,1	12,4	3,1	-11,3	3,6	2,5	10,2	-19,7	-20,7	-3,4	-1,4	-1,2	7,8
2010 I	4,0	0,4	1,3	11,5	3,1	-11,0	4,3	3,4	11,7	-28,0	-23,6	-3,6	-2,0	0,3	8,9
2010 II	-4,6	0,6	1,2	11,5	2,9	-11,7	3,3	3,9	12,5	-36,2	-28,9	-4,2	-3,7	0,4	10,6
2010 III	-1,2	0,6	0,9	12,5	3,9	-9,4	4,7	4,5	15,9	-36,6	-32,9	-4,2	-2,5	-0,8	4,9
2010 Jun	-1,8	0,1	0,4	4,0	1,2	-3,5	1,2	1,5	3,1	-12,9	-10,9	-1,5	-1,2	0,3	4,0
2010 Jul	-0,4	0,3	0,3	3,8	1,3	-3,5	1,4	1,6	5,4	-12,0	-10,7	-1,4	-0,8	-0,2	2,0
2010 Ago	-2,3	0,2	0,2	3,9	1,3	-3,1	1,6	1,3	5,4	-13,4	-11,4	-1,3	-1,1	-0,2	1,7
2010 Sep	1,5	0,1	0,5	4,8	1,3	-2,8	1,7	1,6	5,1	-11,2	-10,8	-1,4	-0,6	-0,3	1,1
2010 Oct	3,5	0,1	0,3	4,1	1,1	-3,3	2,1	1,7	4,6	-10,2	-9,3	-1,3	0,0	-0,6	3,7
2010 Nov	-1,9	.	.	.	.	-3,6	2,0	1,8	4,3	-10,5	-9,1	-1,3	-2,1	-0,4	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-40		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2008	110,4	109,9	107,6	105,1	114,7	104,1	117,9	107,1	
2009	111,7	110,6	104,9	106,2	120,5	106,1	120,6	108,0	
2010	104,6	102,9	98,8	.	.	.	112,3	99,3	
2009 IV	113,7	112,1	106,5	107,6	121,3	108,2	122,6	109,0	
2010 I	108,7	106,9	102,2	102,5	114,2	102,6	116,9	103,5	
II	103,1	101,7	97,4	97,4	108,6	97,4	110,4	97,8	
III	102,3	100,8	96,9	96,6	106,8	96,0	109,8	97,2	
IV	104,4	102,4	98,6	.	.	.	112,1	98,7	
2010 Ene	110,8	108,9	104,0	-	-	-	119,2	105,6	
Feb	108,0	106,0	101,6	-	-	-	116,3	102,8	
Mar	107,4	105,7	101,0	-	-	-	115,2	102,1	
Abr	106,1	104,5	100,0	-	-	-	113,5	100,6	
May	102,8	101,4	97,0	-	-	-	109,9	97,4	
Jun	100,6	99,3	95,2	-	-	-	107,7	95,6	
Jul	102,5	101,1	97,0	-	-	-	109,9	97,5	
Ago	102,1	100,6	96,7	-	-	-	109,5	97,0	
Sep	102,5	100,8	97,1	-	-	-	110,0	97,2	
Oct	106,0	104,1	100,4	-	-	-	113,8	100,3	
Nov	104,7	102,7	98,9	-	-	-	112,5	99,0	
Dic	102,6	100,6	96,4	-	-	-	110,1	96,8	
2011 Ene	102,4	100,4	96,0	-	-	-	110,1	96,8	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2011 Ene	-0,2	-0,2	-0,4	-	-	-	0,0	-0,1	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2011 Ene	-7,6	-7,8	-7,7	-	-	-	-7,6	-8,3	

### G39 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- TCE-20 nominal
- TCE-20 real deflactado por el IPC



### G40 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

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

## 8.2 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Corona danesa	Corona sueca	Libra esterlina	Dólar estadounidense	Yen japonés	Franco suizo	Won surcoreano	Dólar de Hong Kong	Dólar singapurense	Dólar canadiense	Corona noruega	Dólar australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	7,4473	9,5373	0,85784	1,3257	116,24	1,3803	1.531,82	10,2994	1,8055	1,3651	8,0043	1,4423
2010 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
2010 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 IV	7,4547	9,2139	0,85944	1,3583	112,10	1,3225	1.538,70	10,5441	1,7693	1,3757	8,0499	1,3747
2010 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
Nov	7,4547	9,3166	0,85510	1,3661	112,69	1,3442	1.544,16	10,5941	1,7739	1,3831	8,1463	1,3813
Dic	7,4528	9,0559	0,84813	1,3220	110,11	1,2811	1.513,74	10,2776	1,7262	1,3327	7,9020	1,3304
2011 Ene	7,4518	8,9122	0,84712	1,3360	110,38	1,2779	1.495,50	10,3945	1,7193	1,3277	7,8199	1,3417
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Ene	0,0	-1,6	-0,1	1,1	0,2	-0,2	-1,2	1,1	-0,4	-0,4	-1,0	0,9
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Ene	0,1	-12,6	-4,1	-6,4	-15,3	-13,4	-8,0	-6,2	-13,7	-10,8	-4,4	-14,1
	Corona checa	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			
2008	24,946	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064			
2009	26,435	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631			
2010	25,284	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	1,9558	4,2122	7,2891	1,9965			
2010 II	25,591	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560			
2010 III	24,928	0,7089	3,4528	282,44	4,0087	1,9558	4,2553	7,2532	1,9560			
2010 IV	24,789	0,7095	3,4528	275,77	3,9666	1,9558	4,2888	7,3683	1,9897			
2010 Jul	25,328	0,7090	3,4528	283,75	4,0814	1,9558	4,2608	7,2198	1,9669			
Ago	24,806	0,7085	3,4528	281,45	3,9899	1,9558	4,2396	7,2525	1,9484			
Sep	24,651	0,7091	3,4528	282,10	3,9548	1,9558	4,2655	7,2874	1,9528			
Oct	24,531	0,7094	3,4528	274,01	3,9496	1,9558	4,2787	7,3277	1,9800			
Nov	24,633	0,7094	3,4528	275,51	3,9520	1,9558	4,2940	7,3830	1,9717			
Dic	25,174	0,7096	3,4528	277,62	3,9962	1,9558	4,2929	7,3913	2,0159			
2011 Ene	24,449	0,7034	3,4528	275,33	3,8896	1,9558	4,2624	7,4008	2,0919			
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Ene	-2,9	-0,9	0,0	-0,8	-2,7	0,0	-0,7	0,1	3,8			
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Ene	-6,4	-0,8	0,0	2,2	-4,4	0,0	3,0	1,5	-0,5			
	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
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33
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	2,3314	8,9712	-	60,5878	12,041,70	4,2668	16,7373	1,8377	59,739	40,2629	9,6984	42,014
2010 II	2,2762	8,6717	-	57,9879	11,581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
2010 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 IV	2,3037	9,0405	-	60,9153	12,178,16	4,2304	16,8206	1,7915	59,240	41,7192	9,3785	40,728
2010 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
Nov	2,3391	9,0895	-	61,4539	12,224,00	4,2588	16,8386	1,7703	59,485	42,3360	9,5320	40,826
Dic	2,2387	8,7873	-	59,6472	11,925,21	4,1313	16,3797	1,7587	58,050	40,7385	9,0143	39,805
2011 Ene	2,2371	8,8154	-	60,7161	12,077,47	4,0895	16,1926	1,7435	59,089	40,2557	9,2652	40,827
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2011 Ene	-0,1	0,3	-	1,8	1,3	-1,0	-1,1	-0,9	1,8	-1,2	2,8	2,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2011 Ene	-11,9	-9,5	-	-7,4	-8,9	-15,1	-11,4	-11,3	-10,1	-5,4	-13,0	-13,4

Fuente: BCE.

1) 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.

2) El último tipo de cambio de la corona islandesa se refiere al 3 de diciembre de 2008.

3) Desde el 1 de enero de 2009, el BCE calcula y publica los tipos de cambio de referencia de esta moneda frente al euro. Los datos anteriores son indicativos.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IAPC</b>										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2010 III	3,3	1,6	2,3	-0,3	1,8	3,6	2,1	7,5	1,3	3,1
IV	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	4,3	2,7	7,8	1,8	3,4
2010 Oct	3,6	1,8	2,4	0,9	2,6	4,3	2,6	7,9	1,6	3,2
Nov	4,0	1,9	2,5	1,7	2,5	4,0	2,6	7,7	1,7	3,3
Dic	4,4	2,3	2,8	2,4	3,6	4,6	2,9	7,9	2,1	3,7
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2007	1,1	-0,7	4,8	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,6	3,6	-2,7
2008	1,7	-2,7	3,4	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,8	-2,7	-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	9,0	16,9	66,1	45,0	12,6	40,0	44,5
2008	13,7	30,0	34,2	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,2	52,1
2009	14,7	35,3	41,4	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 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
Oct	5,82	3,43	2,46	9,24	5,15	6,87	5,53	7,02	2,64	2,80
Nov	5,74	3,59	2,65	8,99	5,15	7,38	5,82	7,04	2,86	3,03
Dic	5,76	3,89	3,01	7,55	5,15	7,92	5,98	7,09	3,21	3,34
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2010 Jul	4,09	1,23	1,13	1,74	1,70	6,17	3,84	6,92	0,87	0,74
Ago	4,04	1,24	1,14	1,28	1,70	5,82	3,82	6,46	0,99	0,73
Sep	3,94	1,22	1,15	1,19	1,65	6,41	3,82	6,48	1,16	0,73
Oct	3,99	1,20	1,19	1,22	1,61	5,90	3,83	6,44	1,37	0,74
Nov	3,99	1,22	1,24	0,95	1,59	5,87	3,86	6,35	1,59	0,74
Dic	3,93	1,22	1,21	0,83	1,56	6,17	3,92	6,00	1,86	0,75
<b>PIB real</b>										
2008	6,2	2,5	-1,1	-4,2	2,9	0,8	5,1	7,3	-0,6	-0,1
2009	-4,9	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,7	-7,1	-5,3	-4,9
2010 II	-0,3	2,3	2,8	-2,6	-0,3	0,6	3,8	-0,5	4,5	1,6
III	0,5	2,8	3,4	2,5	0,8	2,2	4,7	-2,5	6,8	2,7
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,7
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB</b>										
2008	-22,3	0,2	2,7	-11,6	-11,3	-6,3	-3,7	-11,1	8,6	-1,3
2009	-8,6	0,1	3,5	11,0	7,6	0,8	-0,5	-3,6	7,4	-1,5
2010 I	-6,7	2,4	2,9	12,0	3,9	4,5	0,2	-6,7	7,8	-2,8
II	-4,3	-2,4	5,1	7,3	7,8	4,0	-0,9	-7,8	6,5	-1,1
III	14,6	-6,8	7,0	3,2	0,6	3,7	-2,7	-1,4	6,2	-2,7
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB</b>										
2008	104,7	50,0	177,8	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	204,4	441,4
2009	107,9	50,8	189,8	156,3	87,2	141,2	59,6	69,9	205,0	416,6
2010 I	106,2	49,0	201,5	162,4	91,1	143,9	57,8	72,5	206,2	436,7
II	107,3	52,7	202,1	164,9	89,7	153,8	63,2	77,8	216,6	428,2
III	103,5	52,4	.	162,6	88,8	142,8	65,9	76,2	202,2	429,3
<b>Costes laborales unitarios</b>										
2008	12,5	5,1	6,7	22,0	10,4	4,8	7,5	22,9	3,1	2,3
2009	12,8	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	1,6	7,2	4,8	5,8
2010 I	7,7	-2,1	0,3	-19,0	-12,4	1,5	7,4	-	-0,6	4,1
II	0,4	-0,4	-2,4	-14,5	-8,1	-2,3	5,9	-	-1,8	1,2
III	-1,2	1,3	-2,4	-7,3	-7,1	-0,7	4,8	-	-2,8	0,9
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2009	6,9	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	9,9	7,4	7,5	.	.	11,2	9,7	.	8,4	.
2010 III	10,0	7,1	7,4	18,3	18,3	11,1	9,6	7,3	8,3	7,7
IV	10,1	7,4	8,0	.	.	11,4	9,9	.	7,9	.
2010 Oct	10,0	7,2	7,9	.	.	11,2	9,8	.	8,1	7,8
Nov	10,1	7,4	8,0	.	.	11,4	9,9	.	7,8	.
Dic	10,1	7,7	8,2	.	.	11,7	10,0	.	7,8	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Reuters y cálculos del BCE.

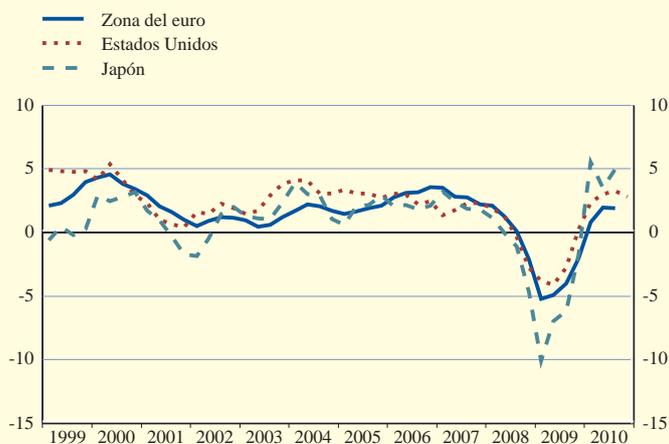
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <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											
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
2010	1,6	.	2,9	6,6	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	.	.
2009 IV	1,4	-3,4	0,2	-3,7	10,0	5,0	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	-1,9	3,0	8,8	9,6	1,7	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
III	1,2	-1,1	3,2	7,3	9,6	2,6	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
IV	1,3	.	2,8	6,4	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	.	.
2010 Sep	1,1	-	-	6,5	9,6	3,0	0,29	2,69	1,3067	-	-
Oct	1,2	-	-	6,8	9,7	3,1	0,29	2,82	1,3898	-	-
Nov	1,1	-	-	6,1	9,8	3,2	0,29	3,12	1,3661	-	-
Dic	1,5	-	-	6,4	9,4	3,4	0,30	3,57	1,3220	-	-
2011 Ene	.	-	-	.	.	.	0,30	3,68	1,3360	-	-
Japón											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,4	0,4	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	.	.	16,0	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2009 IV	-2,0	-3,6	-1,8	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 I	-1,2	-3,7	5,5	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
II	-0,9	-1,2	3,5	21,0	5,2	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
III	-0,8	.	5,0	13,6	5,1	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
IV	0,1	.	.	4,9	5,0	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2010 Sep	-0,6	-	-	11,6	5,0	2,8	0,22	1,03	110,26	-	-
Oct	0,2	-	-	4,3	5,1	2,8	0,20	1,01	113,67	-	-
Nov	0,1	-	-	5,8	5,1	2,6	0,19	1,27	112,69	-	-
Dic	0,0	-	-	4,6	4,9	2,4	0,18	1,18	110,11	-	-
2011 Ene	.	-	-	.	.	.	0,19	1,29	110,38	-	-

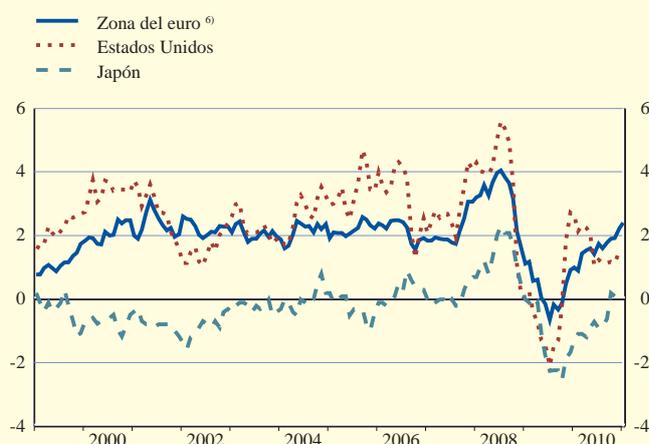
### G41 Producto interior bruto a precios constantes

(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.

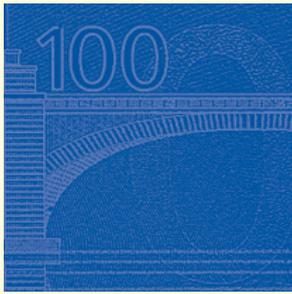
2) Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2+certificados de depósito para Japón.

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.

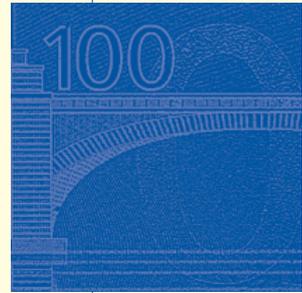
5) Deuda bruta consolidada del sector Administraciones Públicas (fin de período).

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 esti-

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».

maciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

Al igual que en las fórmulas 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:

$$o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### 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 o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

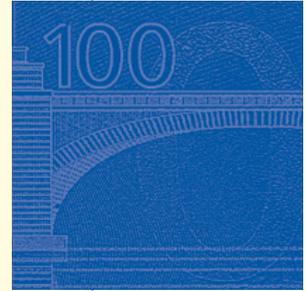
#### SECCIÓN 7.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

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 2 de febrero de 2011.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2011 se refieren al Euro-17 (es decir, la zona del euro incluida Estonia) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; y Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16. Por último, Estonia se incorporó en 2011, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 17.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-17 (es decir, agregando los datos de los 17 países que integran actualmente la zona del euro) para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde enero de 2011. Salvo indicación en contrario, en el *Boletín Mensual* se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de los agregados monetarios y sus contrapartidas, las tasas de variación interanual se calculan a partir de índices encadenados, encadenándose las series con los países que se acaban de incorporar a la zona del euro en el dato correspondiente a diciembre. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año dado, las tasas de variación interanual se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año precedente, dicho mes incluido, y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Las variaciones porcentuales se calculan a partir de un índice encadenado, que toma en consideración la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Las variaciones absolutas de los agregados

monetarios y de sus contrapartidas (operaciones) se refieren a la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 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, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas 1995 y los del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la valoración de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Los datos anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año/trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores distintos de acciones hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Poste-

<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>).

riormente, 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 (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y FONDOS DE INVERSIÓN

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de las instituciones financieras moneta-

rias, 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 acciones», tanto en el activo como en el pasivo del balance de las IFM.

En la sección 2.9 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En la dirección del BCE en Internet se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El ba-

lance 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 ex-

2 DO L 15, de 20.01.2009, p. 14.

plotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; (2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía, el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); (3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; (4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; (5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y (6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen también otras variaciones de los activos financieros y de los pasivos (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, otros intermediarios financieros (incluidos los auxiliares financieros) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se presentan los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las «cuentas no financieras» de la zona del euro [es decir, las cuentas (1) a (5) descritas anteriormente], siguiendo igualmente la secuencia simplificada de cuentas.

En la sección 3.3 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en las secciones 3.1 y 3.2.

En la sección 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presentan los flujos financieros (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres y los saldos vivos de los balances financieros de las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

## MERCADOS FINANCIEROS

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición cambiante), salvo las de valores distintos de acciones (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-16 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores distintos de acciones y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos y a los préstamos denominados en euros recibidos y concedidos a sectores residentes en la zona del euro. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los

índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de las diferentes agencias.

Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen (i) los valores distintos de acciones, excluidos los derivados financieros, y (ii) las acciones cotizadas. Los valores distintos de acciones se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores distintos de acciones se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con (i) un plazo a la emisión superior a un año, (ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o (iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores distintos de acciones a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores distintos de acciones, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores distintos de acciones por (i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; (ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y (iii) total de valores distintos de acciones y valores distintos de acciones a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis me-

ses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores distintos de acciones y para los valores distintos de acciones a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores distintos de acciones y de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son prácticamente comparables con los datos de valores distintos de acciones que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores distintos de acciones que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores distintos de acciones a largo plazo y el total de valores distintos de acciones a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos de cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector

emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones de tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por los residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las amortiza por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro para cada categoría se calculan como media ponderada (por volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las

diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el *Boletín Mensual* desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (EONIA). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (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

<sup>3</sup> Véase L. E. Svensson (1994), «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», Discussion Paper n.º 1051, Centre for Economic Policy Research.

(publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

### **PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO**

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye los datos desestacionalizados del IAPC y estimaciones experimentales de los precios administrados basadas en el IAPC, elaboradas por el BCE.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, 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 no-

menclatura 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 importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los

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.

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 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 auto-

móviles 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) nº 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

7 DO L 69, de 13.3.2003, p. 1.

8 DO L 169, de 8.7.2003, p. 37.

9 DO L 172, de 12.7.2000, p. 3.

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.

#### 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 ingresos y los pagos se presentan con un signo positivo. Además, a partir del *Boletín Mensual* de febrero de 2008, los cuadros de la sección 7.3 se han reestructurado con el fin de presentar conjuntamente datos de balanza de pagos, de posición de inversión internacional y de las tasas de crecimiento relacionadas; en los nuevos cuadros, las operaciones de activos y pasivos que corresponden a incrementos en las posiciones figuran con un signo positivo.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos

10 DO L 179, de 9.7.2002, p. 1.

11 DO L 354, de 30.11.2004, p. 34.

12 DO L 159, de 20.6.2007, p. 48.

se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 3 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE (que, salvo el BCE, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) y, en ciertos casos, también frente a centros financieros extraterritoriales y a organizaciones internacionales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Además, no se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia. El detalle geográfico se describe en el artículo titulado «Balanza de pagos y posición de inversión 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 ex-

cepción 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 diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones de la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos

incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones en oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En la dirección del BCE en Internet puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales.

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 1). En la sección «Statistics» de la dirección del BCE en Internet puede consultarse una nota metodológica actualizada sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del *Boletín Mensual* de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) nº 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, los Gobiernos y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación inclu-

yen 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.º 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del *Boletín Mensual* de diciembre de 2008.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003 y 2004-2006, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encadenando los indicadores basados en cada uno de esos cuatro conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del TCE resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona

del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-40 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Croacia, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo, los índices de precios industriales, los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas y los costes laborales unitarios del total de la economía.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper n.º 2 del BCE («The effective exchange rate of the euro»), de Luca Buldorini, Stelios Makrydakis y Christian Thimann (febrero de 2002), que puede descargarse de la dirección del BCE en Internet.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas.

## 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>



### 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 fre-

cuencia 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.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2008 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

#### 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 marginal 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 marginal 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.

mente. 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.

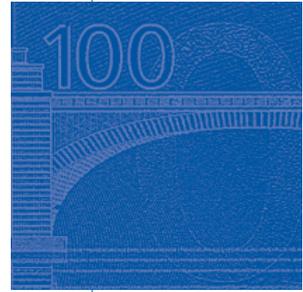
#### 2 DE DICIEMBRE DE 2010

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente. Asimismo acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se aplicarán en sus operaciones de financiación hasta el 12 de abril de 2011, que seguirán ejecutándose mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### 13 DE ENERO Y 3 DE FEBRERO DE 2011

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1%, 1,75% y 0,25%, respectivamente.





## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

### PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- *Boletín Mensual*

### DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

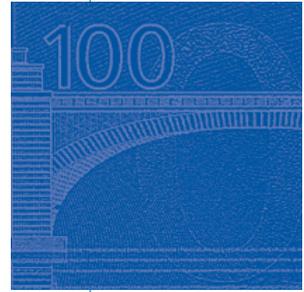
### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.

Salvo indicación en contrario, para realizar suscripciones o recibir gratuitamente copia impresa de las publicaciones, siempre que haya existencias, se ruega ponerse en contacto con [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).



## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el *Boletín Mensual*. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** Activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos exteriores netos de las IFM:** Activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores distintos de acciones emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** Según la definición del SEC 95, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** La diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** Medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** Obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** Información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**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 externa bruta:** El saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

**Deuda pública indiciada 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.

**Empresas de seguros y fondos de pensiones:** Un sector que según la definición del SEC 95 está formado por todas las sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financieras resultante de la compensación de riesgos.

**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:** Definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**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. El EURIBOR se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** Sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

**Exigencia de reservas:** Exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. Su cumplimiento se determina sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Facilidad marginal de crédito:** Facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Factores autónomos de liquidez:** Factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión (excluidos fondos del mercado monetario):** Instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** Instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen 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 absorción de liquidez:** Operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

**Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** Operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y un año, con periodicidad variable.

**Operación de mercado abierto:** Operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o *swaps* de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.

**Operación principal de financiación (OPF):** Operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante subastas estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** Operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Otras inversiones:** Rúbrica de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye todas las operaciones/posiciones financieras relativas a créditos comerciales, depósitos y préstamos, y otras cuentas pendientes de cobro y pago con no residentes.

**Paridad central (o tipo central):** Tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** Tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** Depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores distintos de acciones emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** Total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional:** Valor y composición del saldo de los activos o pasivos financieros netos frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** Precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** Valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** Producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** Valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas,

la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit (Administraciones Públicas):** Proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** Proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el apartado 2 del artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** Remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** Activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saneamiento parcial:** Ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** Eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Sociedades instrumentales:** Una entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulación. Estas sociedades suelen emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas. En algunos casos, la sociedad instrumental simplemente mantiene los activos titulizados y emite los valores a través de otra entidad, que con frecuencia es otra sociedad instrumental.

**Subasta a tipo de interés fijo:** Procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** Procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

**Subasta a tipo de interés variable:** Procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** Diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado 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 grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** Tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** Tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo mínimo de puja:** Tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las subastas a tipo de interés variable.

**Titulización:** Operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

**Vacantes:** Término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** Tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5%.

**Valores de renta variable:** Representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores distintos de acciones:** Representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores distintos de acciones a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad:** El grado de fluctuación de una variable dada.

**Volatilidad implícita:** La volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** Incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.